



ՄԱՐՏ 2015

ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ

## Բովանդակություն

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆ .....	3
Վճարային հաշվեկշիռ.....	3
Տոկոսադրույքներ .....	5
Իրական հատված.....	7
Հանրային ֆինանսներ.....	8
Փոխարժեքներ.....	9
ՀԱՄԱՇԽԱՐՀԱՅԻՆ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆ.....	12
ԱՄՆ.....	12
Զինաստան .....	13
ԵՄ .....	14
Մեծ Բրիտանիա.....	16
Ճապոնիա .....	17
Ոսկի.....	18
Նավթ.....	22
Նորություններ հիմնական արժույթների վերաբերյալ.....	25

# ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆ

## Վճարային հաշվեկշիռ

ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության կողմից 2015թ. հունվար ամսվա արտաքին առևտրաշրջանառության վերաբերյալ տվյալները վերլուծության համար պիտանի չեն, քանի որ պայմանավորված ԵՏՄ երկրների միջև փոխադարձ առևտրի ցուցանիշների ոչ ամբողջական հավաքագրմամբ դրանք ամբողջական չեն:

**Աղյուսակ 1.** ՀՀ արտահանման և ներմուծման ցուցանիշները 2015թ. հունվար ամսում, մլն ԱՄՆ դոլար

	2015թ. հունվար	Աճի ինդեքսը, % YoY	Աճի ինդեքսը, % MoM
Արտահանում	75.6	78.1	55.9
Ներմուծում	196.9	66.8	50.3
Առևտրաշրջանառություն	272.5	69.6	51.8

Աղյուսակ 1-ում բերված ցուցանիշները վկայում են ՀՀ արտաքին առևտրի էական կրճատման մասին, ու թեև դրանք ամբողջական չեն, այնուամենայնիվ այլ անուղակի ցուցանիշների պարզ դիտարկումը խոսում է այն մասին, որ 2015թ. առաջին ամիսներին ՀՀ արտաքին առևտրաշրջանառությունը անկում է ապրել: Այսպես, աղյուսակ 2-ում արտացոլված է ԵՏՄ անդամ չհանդիսացող որոշ երկրների հետ ՀՀ ներմուծման և արտահանման ծավալները և աճի ինդեքսները:

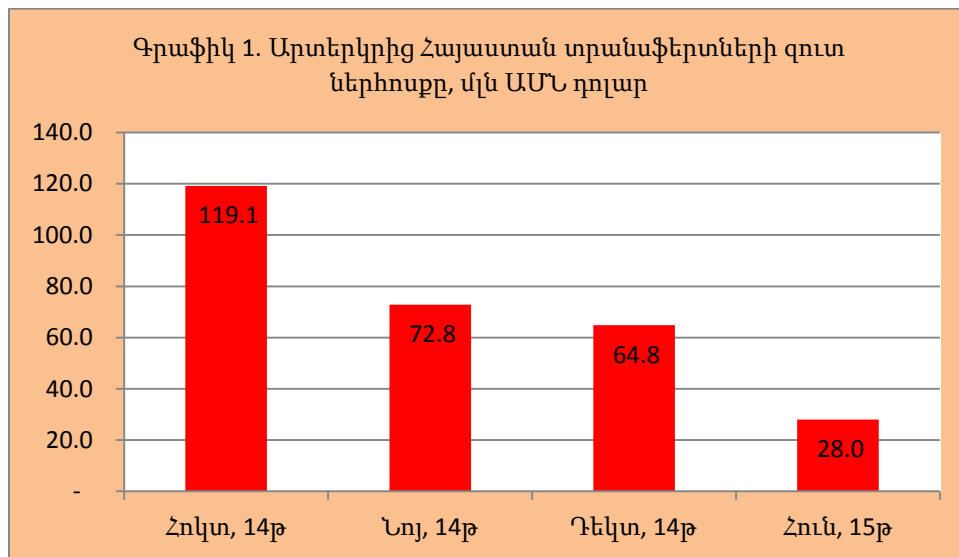
**Աղյուսակ 2** ՀՀ արտաքին առևտուրը որոշ երկրների հետ

	արտահանում, մլն դոլար	աճի տեմպ	Ներմուծում, մլն դոլար	աճի տեմպ
ԵՄ	27.8	74.1	34.5	51
Թուրքիա	141.1	75.9	2.2	79.3
Իրան	1.8	27.9	10.5	95.3
ԱՄՆ	3.8	49.1	9.6	111.2

Աղյուսակի տվյալները ցույց են տալիս, որ Հայաստանի արտաքին առևտուրը այլ երկրների հետ 2015թ. հունվար ամսվա ընթացքում 2014թ. հունվար ամսվա համեմատ էականորեն նվազել է: Դեպի ԵՄ արտահանումը կրճատվել է մոտ 26 տոկոսով, ներմուծումը՝ գրեթե կիսով չափ: Խիստ կրճատվել է արտահանումը դեպի Իրան՝ աճի ինդեքսը կազմել է

ընդամենը 27.9%: Այսպիսով կարելի է փաստել, որ 2015թ. հունվար ամիսը խիստ բացասական է եղել ՀՀ արտաքին առևտրի ծավալների առումով: Վճարային հաշվեկշռի այսպիսի դինամիկան պայմանավորված է մի հետևյալ գործոններով: Մի կողմից ՀՀ դրամի արժեզրկումը հանգեցրել է ներմուծման թանկացման, իսկ բնակչության եկամուտների կրճատումը՝ նվզեցրել ներմուծված ապրանքների նկատմամբ պահանջարկը: Մյուս կողմից վերջին ամիսների ռուբլու փոխարժեքի կտրուկ արժեզրկումը խիստ բացասաբար է անդրադարձել ՀՀ արտահանողների կողմից դեպի ՌԴ արտահանման համար: Իսկ ՌԴ-ն Հայաստանի հիմնական առևտրային գործընկերն է, որին բաժին է ընկնում ՀՀ արտահանման զգալի բաժինը:

2015թ. հունվար ամսում շարունակվել են կրճատվել Հայաստան եկող տրանսֆերտները: Գրաֆիկը ցույց է տալիս, որ 2014թ. հոկտեմբեր ամսվա 119.1 մլն ԱՄՆ դոլարի փոխարեն 2015թ. հունվարին Հայաստան է ներհոսել ռեկորդային ցածր ծավալի՝ 28 մլն ԱՄՆ դոլարի տրանսֆերտ: Համեմատության համար նշենք, որ 2014թ. հունվար ամսում տրանսֆերտների ծավալը կազմել է 68.3 մլն ԱՄՆ դոլար: Փաստորեն, նախորդ տարվա համեմատ ընթացիկ տարվա հունվարին տրանսֆերտները նվազել են մոտ 2.5 անգամ:



Աղյուսակ 3-ում արտացոլված է փողի բազայի կազմը 2015թ. փետրվարի վերջի դրությամբ<sup>1</sup>: Աղյուսակի ցուցանիշները վկայում են, որ 2015թ. փետրվար ամսում ՀՀ զուտ միջազգային պահուստները կրճատվել են՝ 310.1 մլրդ դրամ նախորդ ամսվա 346.5 մլրդ դրամի փոխարեն:

<sup>1</sup> տես cba.am, դրամավարկային վիճակագրություն

**Աղյուսակ 3** Փողի բազայի կազմը ամսվա վերջի դրությամբ, մլրդ դրամ

	հունվար, 2015	փետրվար, 2015
Զուտ միջազգային պահուստներ	346.5	310.1
Զուտ ներքին ակտիվներ	486.9	496.9
Փողի բազա	833.4	807.0

## Տոկոսադրույքներ

2015թ. փետրվար ամսվա առաջին կեսում Կենտրոնական բանկը կրկին վերանայեց տոկոսադրույքները: Հաշվի առնելով վերջին ամիսներին ԿԲ կողմից խիստ դրամավարկային քաղաքականության արդյունքում ՀՀ տնտեսության իրական հատվածում առաջացած խնդիրները՝ այն է՝ տնտեսական անկում, վարկավորման պրոցեսի բնականոն ընթացքի խաթարում՝ լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույքը նկատելի նվազեցվեց՝ հունվարի 22-ին սահմանված 17%-ի փոխարեն 14.5%: Այս քայլը սակայն չի նշանակում, որ ԿԲ-ն հրաժարվել է խիստ դրամավարկային քաղաքականությունից: Ըստ էության, քանի դեռ արժույթային շուկայում դրամի արժեզրկման վտանգը կպահպանվի, այնքան ժամանակ ԿԲ-ն չի թուլացնի դրամավարկային քաղաքականության լծակները: Արդյունքում դրամական միջոցների ներգրավման և վերաֆինասավորման տոկոսադրույքները մեկական տոկոսային կեսով բարձրացվեցին՝ սահմանվելով համապատասխանաբար 9% և 10.5% մակարդակներում: Փետրվար ամսվա ընթացքում Կենտրոնական բանկը անփոփոխ թողեց պահուստավորման նորմատիվը՝ պահպանելով այն բարձր մակարդակում: Այս ամենը վկայում է, որ ԿԲ-ն շարունակում է զսպող քաղաքականությունը և արժույթային շուկայում ռիսկերը դեռևս բարձր են: ՀՀ արժույթային շուկայի կարգավորման և դրամի փոխարժեքի կայունացման տեսանկյունից դրական ազդեցության կունենա կառավարության կողմից ներկայումս իրականացվող եվրոբոնդերի թողարկման ծրագիրը: Ծրագրի հաջող ընթացքի դեպքում ՀՀ կառավարությանը կհաջողվի մեծ ծավալով արտարժույթ ներգրավել, ինչը թույլ կտա մեղմել համաշխարհային տնտեսության և քաղաքական իրավիճակի սրման բացասական ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության վրա:

Սահմանման ամսաթիվ	Դրամական միջ. ներգրավման	Լոմբարդային ռեպո	Վերաֆինանսավորման
10/02/15	9%	14.5%	10.5%
22/01/15	8%	17%	9.5%

Աղյուսակ 5-ում ներկայացված է առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված ավանդների և տրված վարկերի տոկոսադրույքները<sup>2</sup>: Աղյուսակի տվյալները վկայում են, որ ավանդների տոկոսադրույքները հիմնականում աճել են: Այսպես, դրամով կարճաժամկետ ավանդների միջին տոկոսադրույքը 2015թ. հունվար ամսում կազմել է 12.1% դեկտեմբեր ամսվա 11%-ի փոխարեն: Երկարաժամկետ դրամով ավանդների տոկոսադրույքը մնացել է անփոփոխ: Այս ցուցանիշները վկայում են, որ ՀՀ առևտրային բանկերը կարճաժամկետ դրամային իրացվելիության խնդիրներ ունեն, այդ պատճառով բարձր տոկոսադրույք են առաջարկում մինչև մեկ տարի ժամկետով ավանդների համար: Դրամով կարճաժամկետ ավանդների միջին տոկոսադրույքը մի փոքր աճել է, մինչդեռ մեկ տարուց ավելի բարձր ժամկետով դրամով ավանդների տոկոսադրույքը կտրուկ նվազել է՝ 7.1% նախորդ ամսվա 9.4%-ի փոխարեն: Ինչ վերաբերում է վարկերին, ապա դրամով վարկերի տոկոսադրույքները չեն փոփոխվել: 2015թ. հունվար ամսում էականորեն նվազել է դրամով վակերի տոկոսադրույքը՝ 15.6% նախորդ ամսվա 17%-ի և 2014թ. միջին 17.6%-ի փոխարեն:

**Աղյուսակ 5.** *Առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված ավանդների և տրամադրված վարկերի միջին տոկոսադրույքները 2014թ. նոյեմբեր ամսում*

	Ավանդներ				Վարկեր			
	մինչև 1 տարի ժամկետով		1 տարուց ավելի		մինչև 1 տարի ժամկետով՝		1 տարուց ավելի	
	ՀՀ	ԱՄՆ	ՀՀ	ԱՄՆ	ՀՀ	ԱՄՆ	ՀՀ	ԱՄՆ
	դրամով	դրամով	դրամով	դրամով	դրամով	դրամով	դրամով	դրամով
2014թ. (միջին)	10.4	5.9	12.6	7.4	16.4	10.2	17.6	12.0
Դեկտեմբեր 2014	11.0	5.3	13.3	9.4	16.3	9.5	17	12.3
Հունվար 2015	12.1	5.6	13.3	7.1	16.8	9.5	15.6	12.3

2015թ. հունվար ամսում պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման աճուրդներ տեղի չեն ունեցել: Այս հանգամանքը պայմանավորված է նշված ժամանակահատվածում սնտեսության մեջ իրացվելիության կտրուկ կրճատմամբ: Վերջինս հետևանք էր արժույթային շուկան կարգավորելու նպատակով զսպող դրամավարկային քաղաքականության իրականացմամբ:

<sup>2</sup> <https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>

Ըստ ԱՎԾ տվյալների Հայաստանի առևտրային բանկերի ժամկետանց վարկերը 2014թ.-ի դեկտեմբերին, նախորդ ամսվա համեմատ, աճել են 2,8% տոկոսով՝ ամսվա վերջին կազմելով 32,5 մլրդ դրամ կամ համախառն վարկերի 1,51 տոկոսը : Միաժամանակ ժամկետանց վարկերի 62,6% տոկոսը կամ շուրջ 20,4 մլրդ դրամը բաժին է հասնում կարճաժամկետ վարկերին: Երկարացված վարկերը հաշվետու ժամանակահատվածում կազմել են մոտ 123,3 մլրդ դրամ՝ ավելանալով 13 տոկոսով, դրանցից 53,1 մլրդ դրամը՝ կարճաժամկետ:

## Իրական հատված

2015թ. հունվար ամսվա իրական հատվածի ցուցանիշների վերլուծությունը թույլ է տալիս ենթադրել, որ ՀՀ տնտեսական աճը դանդաղել է, ավելին, տնտեսության որոշ ճյուղերում նկատվում են ռեցեսիայի միտումներ:

**Աղյուսակ 6.** ՀՀ տնտեսության ճյուղերի արտադրանքի ծավալները 2014թ. հունվար-դեկտեմբեր ամիսներին

	2015թ. հունվար	Աճի ինդեքսը, YoY
Արդյունաբերություն, մլրդ դրամ	87	93.7
Գյուղատնտեսություն, մլրդ դրամ	21.6	106.2
Շինարարություն, մլրդ դրամ	7.7	102.2
Առևտրի շրջանառություն, մլրդ դրամ	120.5	92.6
Էլեկտրաէներգիայի արտադրություն, հաղորդում և բաշխում, մլն Կվտ-ժամ	649	80.3

2015թ. հունվար ամսում նկատելի անկում է արձանագրել արդյունաբերական արտադրությունը՝ ճյուղի արտադրության ծավալը կազմել է 87 մլրդ դրամ, աճի ինդեքսը՝ է 93.7%: Փաստորեն նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ արդյունաբերության անկումը կազմել է 6.3%: Անկումը ավելի մեծ է եղել առևտրի շրջանառության ծավալների առումով՝ մոտ 7.4%: Դիտարկվող ամսում նկատելի աշխուժություն նկատվել է շինարարության՝ 2.2% և գյուղատնտեսության՝ 6.2% ճյուղերում: Ռեկորդային անկում է գրանցվել էլեկտրաէներգիայի արտադրության և բաշխման ոլորտում՝ մոտ 20%: Այս ցուցանիշը հաշվի առնելուց առաջ պետք է նկատի առնել, որ նախորդ տարվա եղանակային պայմանները ավելի խիստ էին, իսկ այս տարվա ձմեռը բավական մեղմ էր: Այս հանգամանքը անկասկած կրճատել է էլեկտրաէներգիայի նկատմամբ պահանջը: Այնուամենայնիվ էլեկտրաէներգիայի արտադրության նման ռեկորդային ցածր մակարդակը

կարող է մասամբ պայմանավորված լինել նաև արտադրության ոլորտում պահանջարկի անկմամբ, ինչը ևս անուղղակիորեն հաստատում է այդ ոլորտում անկման մասին:

Ըստ ԱՎԾ տվյալների՝ 2014թ. դեկտեմբերի համեմատ 2015թ. հունվարին գնաճը կազմել է 2.5%, իսկ փետրվարին՝ դեկտեմբերի համեմատ՝ 2.3%<sup>3</sup>: Այլ կերպ՝ 2015թ. փետրվարն ամսում հունվարի նկատմամբ գնաճը կազմել է -0.2%: ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ կողմից նույնպես հաշվարկվում է Գնային ինդեքս՝ հիմնվելով սահմափակ թվով բարիքներից կազմված զամբյուղի գների դիտարկման վրա: Կատարված դիտումների հիման վրա մեր կողմից 2015թ. փետրվար ամսվա համար ստացվել է գնաճի մոտ -0.8% ցուցանիշը: Ինչպես տեսնում ենք փետրվար ամսում գները Հայաստանում մի փոքր նվազել են: Այս հանգամանքը ակնհայտորեն պայմանավորված է տնտեսության անկման հետևանքով պահանջարկի կրճատման հետ:

Ամփոփելով կարող ենք ասել, որ 2015թ. սկիզբը ՀՀ տնտեսության համար օպտիմիզմի հիմքեր չի տալիս: Վերջին շրջանում միջազգային կազմակերպությունների կողմից ՀՀ տնտեսական աճի նախկինում արված կանխատեսումների նվազեցումները փաստորեն, անհիմն չեն, և 2015թ.-ը ՀՀ տնտեսության համար հազիվ թե լավագույններից մեկը լինի:

## Հանրային ֆինանսներ

2015թ. հունվար ամսում մեր երկրում նկատվում են հարկահավաքման որոշակի խնդիրներ: Համաձայն ՀՀ ֆինանսների նախարարության՝ 2015թ. հունվար ամսվա բյուջեի կատարման օպերատիվ տվյալների<sup>4</sup>՝ նշված ամսում պետական բյուջեի հարկային եկամուտների և պետական տուրքերի 44.2% ապահովվել է ավելացված արժեքի հարկի հաշվին: Այս հարկատեսակից մուտքերը կազմել են 33.5 մլրդ դրամ, ընդ որում այս ցուցանիշը 5.3%-ով կամ 1.9 մլրդ դրամով զիջել է նախորդ տարվա նույն ցուցանիշը: Ընդհանուր առմամբ 2014թ. հունվարի համեմատ պետական բյուջեի եկամուտները կրճատվել են 2.2%-ով կամ 1.8 մլրդ դրամով: Ֆինանսների նախարարության կայքը փետրվար ամսվա բյուջեի կատարման վերաբերյալ տեղեկատվություն դեռևս չի տալիս, սակայն որոշ ոչ պաշտոնական աղբյուրներով 2015թ. փետրվար ամսում ևս ՀՀ բյուջեի եկամուտների հավաքագրումը նախատեսված ծավալներով չի ընթանում՝ բյուջեի եկամուտները թերակատարվել են 8 մլրդ դրամի չափով:

ՀՀ արտաքին պետական պարտքը հունվարի 31- դրությամբ կազմել է մոտ 3.68 մլրդ դոլար: Չնայած նախորդ ամսվա նկատմամբ արտաքին պարտքը նվազել է մոտ 2.5 %-ով, սակայն պարտքային բեռը Հայաստանում դեռևս շարունակում է բարձր մնալ:

<sup>3</sup> [http://armstat.am/file/article/cpi\\_02\\_2015\\_00site.pdf](http://armstat.am/file/article/cpi_02_2015_00site.pdf)

<sup>4</sup> <http://minfin.am/index.php?cat=205&lang=1>



Իրացվելիության նվազման, պետական բյուջեի եկամուտների կրճատման պայմաններում ՀՀ ֆինանսների նախարարությունը պատրաստվում է եվրոբոնդեր թողարկել՝ 2015թ. բյուջեի դեֆիցիտը ֆինանսավորելու նպատակով: Ֆինանսների նախարարությունը այս որոշումը ընդունել է ճգնաժամի բացասական ազդեցությունը մեղմացնելու նպատակով:

Արտարժույթի շուկայում լարվածությունը մեղմելու նպատակով ՀՀ կառավարությունը Ասիական զարգացման բանկի հետ 5 տարի ժամկետով համաձայնության համաձայնագիր կնքեց: Ասիական զարգացման բանկը հաստատեց Հայաստանի հետ 2014-2018թթ. համագործակցության նոր ռազմավարությունը, ըստ որի՝ ԱԶԲ-ն Հայաստանին կտրամադրի մոտ 500 միլիոն դոլարի վարկ: Ֆինանսական միջոցները ուղղվելու են ենթակառուցվածքներին, հիմնականում տրանսպորտային ոլորտում: Վարկը կստացվի մոտակա հինգ տարիների ընթացքում:

Հայաստանի հեղինակության համար բացասական ազդեցություն ունեցավ Ֆիթչ վարկանիշային գործակալության կողմից ՀՀ վարկանիշների իջեցումը: Կազմակերպությունը իջեցրել է Հայաստանի՝ արտարժույթով և ազգային արժույթով թողարկողի դեֆոլտի երկարաժամկետ վարկանիշները BB- ից մինչև B+ մակարդակ: Այս որոշումը գործակալությունը բացատրում է հետևյալ հիմնական գործոններով.

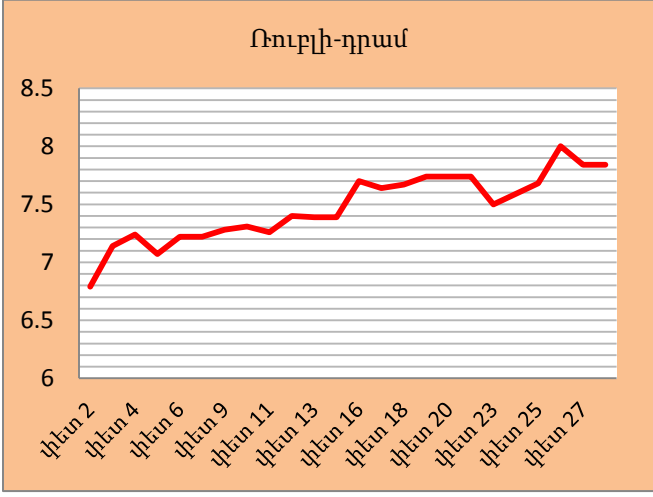
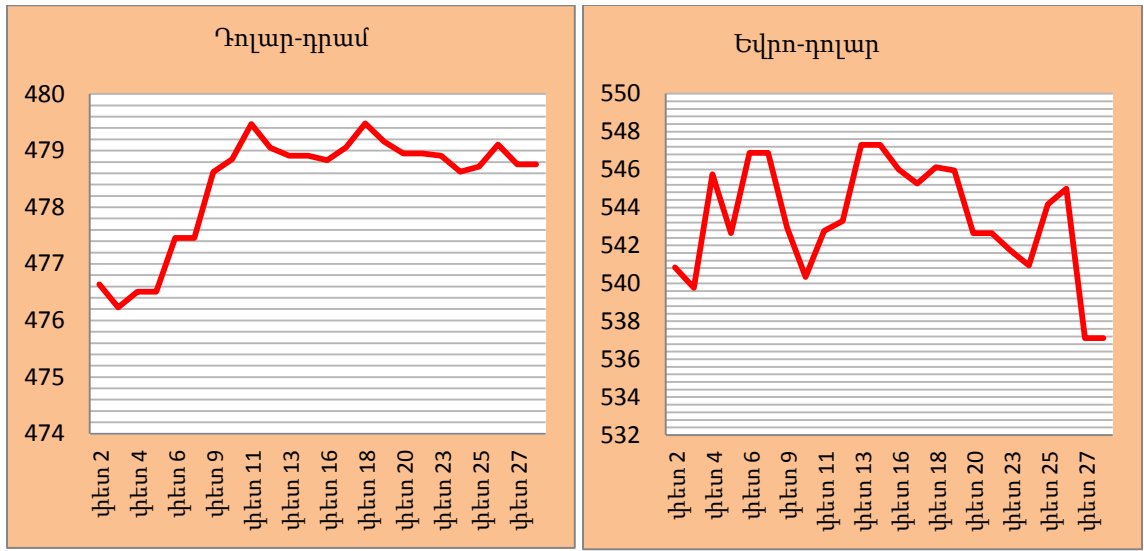
- Ռուսական տնտեսության բացասական զարգացումները անմիջականորեն ազդում են ՀՀ տնտեսության վրա:
- Ակնկալվում է ՀՀ ընթացիկ հաշվի դեֆիցիտի հետագա աճ

Ըստ գործակալության՝ ՀՀ ԿԲ պահուստները կշարունակեն նվազել՝ 2014թ. դեկտեմբերի 1.49 մլրդ դոլար մակարդակից ավելի ցածր:

## Փոխարժեքներ

2015թ. փետրվար ամսում Հայաստանում արտարժույթի փոխարժեքները արտացոլում էին միջազգային արժույթային շուկայում տեղի ունեցող հիմնական զարգացումները: Նշված ժամանակահատվածում համաշխարհային տնտեսության համար բնութագրական էր դոլարի ուժեղ դիրքերը, եվրոպական արժույթի թուլացումը, ռուբլու վերականգնումը: Եվրոպական Կենտրոնական բանկի կողմից քանակական մեղմացման ծրագրի նոր փուլի սկիզբը, հունական ճգնաժամը, Եվրոպական երկրներում մակրոտնտեսական բացասական զարգացումները էականորեն թուլացրին եվրոյի դիրքերը միջազգային շուկայում: Այս պայմաններում դրամը ևս փետրվար ամսվա ընթացքում զգալիորեն բարելավեց իր դիրքերը

Էվրոյի նկատմամբ: Եթե ամսվա առաջին տասնօրյակում Էվրոն փոխանակվում էր 545 դրամ մեկ Էվրոյի դիմաց մակարդակից բարձր, ապա արդեն ամսվա վերջին օրերին փոխարժեքը նվազեց 537 դրամ մեկ Էվրոյի դիմաց:



Ամերիկյան արժույթը , կապված արտերկրից Հայաստան հոսող տրանսֆերտների կտրուկ կրճատման հետ, նկատելիորեն արժևորվեց: Դրամի արժեզրկումը դոլարի նկատմամբ պայմանավորված է նաև միջազգային շուկայում դոլարի արժևորմամբ: Ներկայումս դոլարը ռեկորդային բարձր մակարդակի վրա է մյուս բոլոր հիմնական արժույթների նկատմամբ: 2015թ. փետրվար ամիսը բարենպաստ ժամանակահատված էր ռուսական արժույթի համար: Երկարատև արժեզրկումից հետո փետրվար ամսում ռուբլին զգալի վերականգնեց իր դիրքերը միջազգային շուկայում: Արդյունքում հայական արժույթի նկատմամբ ևս ռուբլին զգալի արժևորվեց՝ եթե ամսվա սկզբում մեկ ռուբլին արժեր մոտ 7 դրամ, ապա փետրվար ամսվա վերջում այդ ցուցանիշը հասավ 8 դրամի:

Փետրվար ամսվա ընթացքում ՀՀ կենտրոնական բանկը, արժույթային շուկայում դեռևս առկա լավաճությունը թոթափելու նպատակով շարունակեց աճուրդով դոլարի վաճառքների իրականացումը: Ամսվա ընթացքում աճուրդների համառոտ արդյունքները բերված են ստորև.

**Աղյուսակ 7. ՀՀ ԿԲ կողմից վաճառված դոլարի ծավալը աճուրդում, փետրվար**

ՕՐ	Ծավալ, դոլար	Միջին փոխարժեք	Սահմանային փոխարժեք
փետրվարի 2	19,000,000	475.81	475.05
փետրվարի 9	20,000,000	478.97	476.76
փետրվարի 12	7,200,000	478.96	477.99
փետրվարի 19	9,800,000	478.91	478.27
<b>Ընդամենը</b>	<b>56,000,000</b>		

Պետք է նկատել, որ հունվար ամսվա համեմատ ԿԲ կողմից դոլարի վաճառված ծավալը կրճատվել է: 2015թ. հունվար ամսում ՀՀ ԿԲ կողմից աճուրդով վաճառված դոլարի ծավալը կազմել է 75.6 մլն ԱՄՆ դոլար, մինչդեռ աղյուսակի տվյալները ցույց են տալիս, որ փետրվար ամսվա ընթացքում նույն ցուցանիշը կազմել է 56 մլն ԱՄՆ դոլար կամ մոտ 26%-ով ավելի պակաս: Դոլարային ինտերվենցիաների կրճատումը ևս իր հերթին նպաստեց դոլարի արժևորմանը:

Ներկա միտումների պահպանման պայմաններում գալիք ամսում կարելի է սպասել հետևյալ զարգացումները: Ամերիկյան արժույթը, հաշվի առնելով միջազգային շուկայում վերջինիս ուժեղ դիրքերի պահպանումը, ինչպես նաև Հայաստան ներհոսող տրանսֆերտների կրճատումը, կշարունակի արժևորվել դրամի նկատմամբ: Բացի այդ պետք է հաշվի առնել, որ ՀՀ ԿԲ-ն երկար չի կարող բարձր պահել պահուստավորման նորմատիվը, քանի որ ինչպես տեսանք, ՀՀ տնտեսության իրական հատվածը արդեն սկսում է անկում ապրել: Ինչ վերաբերում է Եվրոյին, ապա դրամի նկատմամբ արժեզրկումը թերևս կպահպանվի, քանի որ Եվրոյի գոտում մակրոտնտեսական ցուցանիշները խոսում են գնաճի նվազման, տնտեսության աճի դանդաղման մասին: Բացի այդ Եվրոյի գոտում ավելացել են քաղաքական ռիսկերը, ներդրողների վստահությունը այս արժույթի նկատմամբ կրճատվել է: Ռուսական արժույթի հետագա դինամիկան կախված կլինի նավթի գների հետագա դինամիկայից: Եթե նավթի գինը ներկայումս աճի տրենդի մեջ է, պառուբլին կշարունակի վերականգնվել, իսկ եթե նավթի գների վերջին շրջանի վերականգնումը ընդամենը ժամանակավոր կորեկցիայի հետևանք էր, ապա ռուսական արժույթին սպասում են նոր փորձություններ:

# ՀԱՄԱՇԽԱՐՀԱՅԻՆ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆ

## ԱՄՆ

ԱՄՆ աշխատանքի շուկայից վերջին ամսիներին ստացվող մակրոտնտեսական տվյալները հաստատում են ԱՄՆ տնտեսության ծաղկման մասին: Ըստ Աշխատանքի վիճակագրության բյուրոյի տվյալների՝ 2015թ. փետրվար ամսում ԱՄՆ-ում գործազրկության մակարդակը կազմել է 5.5%<sup>5</sup>, մինչդեռ նախորդ ամսում՝ հինվարին այդ ցուցանիշը 5.7% էր: 2014թ. փետրվար ամսում ԱՄՆ գործազրկության մակարդակը կազմել է անհամեմատ ավելի բարձր՝ 6.7%: Այս ցուցանիշները վկայում են , որ վերջին մեկ տրվա ընթացքում ամերիկյան տնտեսությունը կայուն կերպով աճել է՝ դրականորեն ազդելով աշխատանքի շուկայի և բնակչության եկամուտների վրա:

ԱՄՆ տնտեսական աճը դրականորեն է ազդում բնակչության իրական սպառողական ծախսումների վրա: Ըստ ԱՄՆ առևտրի դեպարտամենտի տվյալների՝ 2015թ. հունվար ամսում այս ցուցանիշը կազմել է 0.3 %<sup>6</sup> նախորդ ամսվա -0.1% կրճատման փոխարեն: Իսկ 2014թ. չորրորդ և երրորդ եռամսյակներում իրական սպառողական ծախսումները աճել են աննախադեպ՝ 4%-ից ավելի բարձր հավելաճի տեմպով: Բնակչության եկամուտների աճը ազդել է նաև երկարաժամկետ սպառման ապրանքների պահանջարկի վրա՝ վերջիններիս սպառումը 2015թ. հունվար ամսում աճել է 0.3 տոկոսով:

Ինչպես և զարգացած այլ երկրներում, ԱՄՆ-ում ևս նկատվում է գնաճի նվազման միտումներ: Վերջինս հաստատվում է գնաճի բազմաթիվ ցուցանիշների պարբերական հրապարակումներով: 2015թ. հունվար ամսում արտադրողների գների ինդեքսը կազմել է -0.8%, իսկ նախորդ ամսում՝ -0.3%: Արտադրողների գների ինդեքսը առանց մեծ սեզոնային տատանումներ ունեցող ապրանքների և բացասական է՝ -0.1%: 2015թ. հունվար ամսում նվազել են նաև արտահանման և ներմուծման գնային ինդեքսները՝ -2% և -2.8%:

ԱՄՆ վճարային հաշվեկշիռը, ինչպես միշտ , շարունակում է բացասական մնալ: Արժևորվող դոլարը խոչընդոտում է ամերիկյան արտահանմանը, և հակառակը, նպաստում ներմուծողների եկամուտների աճին: Ըստ տնտեսական հետազոտությունների բյուրոյի տվյալների՝ 2014թ. դեկտեմբեր ամսում առևտրային հաշվեկշռի դեֆիցիտը կազմել է մոտ 46.6 մլրդ դոլար, մինչդեռ նախորդ ամսում՝ 39.75 մլրդ դոլար:

2014թ. վերջին երկու եռամսյակում ԱՄՆ ոչ գյուղատնտեսական հատվածի արտադրողականությունը նվազման միտումներ ունի՝ աճի ինդեքսը կազմել է -2.2%, իսկ երրորդ եռամսյակում այդ ցուցանիշը կազմել է -1.8%:

<sup>5</sup> <http://www.bls.gov/news.release/empsit.nr0.htm>

<sup>6</sup> <http://www.commerce.gov/>

## Չինաստան

Չինաստանի տնտեսության վերջին ամիսների աճի տեմպի դանդաղումը ներդրողների մոտ սպասումներ էր առաջացնում, որ Չինաստանի ԿԲ-ն վաղ թե ուշ ստիպված է լինելու մեղմացնել դրամավարկային պայմանները: Բացի ՀՆԱ աճի տեմպի դանդաղումից Չինաստանի տնտեսության պասիվությունը հաստատվում էր նաև այլ մակրոտնտեսական ցուցանիշներով: Այսպես, Չինաստանի Լոգիստիկ տեղեկատվության կենտրոն կազմակերպության կողմից հաշվարկվող PMI ինդեքսները վերջին երկու ամիսներին կազմում էին 50 սահմանային մակարդակից ավելի ցածր, այն դեպքում, երբ նախորդ ամիսներին այդ ինդեքսի հրապարակումները առանց բացառության բարձր էին 50-ից: PMI Ինդեքսի նվազում արձանագրվեց նաև HSBC կորպորացիայի կողմից հաշվարկվող PMI Ինդեքսի հերթական հրապարակման մեջ՝ 49.7 գոծակից: Հիշեցնենք, որ PMI ինդեքսների համար 50 գործակցից ցածր մակարդակը խոսում է տվյալ ոլորտում բիզնեսի բացասական սպասումների և անկման տենդենցների մասին: Ոչ ցանկալի միտումներ ունեն նաև գնաճի տեմպը: 2015թ. հունվար ամսում արտադրողների գների ինդեքսը խիստ նվազեց՝ հասնելով աննախադեպ ցածր մակարդակի՝ -4.3% <sup>7</sup>, իսկ սպառողական գների ինդեքսը հունվար ամսում, նախորդ տարվա 1.5% մակարդակի փոխարեն նվազեց 0.8%:

2015թ. հունվար ամսում բացասական զարգացումներ արձանագրվեցին նաև երկրի արտաքին առևտրաշրջանառության ոլորտում: Արտահանումը նվազեց -3.3, իսկ ներմուծումը՝ -19.9%-ով<sup>8</sup>:

Մակրոտնտեսական այս զարգացումների պարագայում ներդրողների սպասումները իրականացան՝ 2015թ. փետրվարի վերջին ԿԲ-ն նվազեցրեց տոկոսադրույքները՝ ավանդադրման տոկոսադրույքը 2.75%-ից վերասահմանելով 2.5%, իսկ հիմնական տոկոսադրույքը՝ 5.6-ից 5.35%: ԿԲ-ն թուլացրեց նաև պահուստավորման նորմատիվը՝ 20.5%-ից հասցնելով 19.5%<sup>9</sup>:

<sup>7</sup> <http://www.stats.gov.cn/english/>

<sup>8</sup> <http://www.stats.gov.cn/english/>

<sup>9</sup> <http://www.pbc.gov.cn/english/>

# ԵՄ

2014թ. չորրորդ եռամսյակում Եվրոյի գոտում ՀՆԱ-ն շարունակել է կայուն աճը՝ 0.9% նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատ և 0.3% նախորդ եռամսյակի համեմատ: Մանրածախ առևտրաշրջանառությունը, ըստ Եվրոստատի հրապարակած տվյալների<sup>10</sup> 2015թ. հունվար ամսում աճել է 3.7%-ով: Գործազրկության մակարդակը 2015թ. հունվարին նվազեց՝ 11.2% նախորդ ամսվա 11.3% փոխարեն: Մարքիթ ընկերության կողմից հաշվարկվող ԵՄ գոտու արդյունաբերական PMI ինդեքսը փետրվար ամսվա համար կազմեց 51՝ մատնանշելով ոլորտում բիզնեսի դրական սպասումների մասին: Եվրոյի արժույթի արժեքի արժեքը ամսում վերջին ամիսներին նկատելի աճել է վճարային հաշվեկշռի ավելցուկը՝ դեկտեմբեր ամսում կազմելով 24.3 մլրդ եվրո նախորդ ամսվա 21.2 մլրդ-ի և 2014թ. դեկտեմբեր ամսվա 13.9 մլրդ եվրոյի փոխարեն:

Այնուամենայնիվ, չնայած տնտեսության իրական հատվածում նորմալ աճին, ԵՄ գոտում լուրջ խնդիրներ կան դրամավարկային հատվածում: Վերջին շրջանի մակրոտնտեսական ցուցանիշները վկայում են, որ Եվրոպական Կենտրոնական բանկին չի հաջողվում հասնել իր գնաճի նպատակադրմանը: Քանակական խթանման միջոցառումները շարունակում են անօգուտ մնալ՝ Եվրոյի գոտում գնաճը պահպանվում է խիստ ցածր մակարդակում: 2015թ. հունվար ամսում, նախորդ տարվա նույն ամսվա համեմատ արտադրողների գների ինդեքսը կազմեց -3.4%<sup>11</sup>, իսկ փետրվար ամսում ՍԳԻ-ն կազմեց -0.3%:

Նավթի գնի կտրուկ նվազման պայմաններում ներդրողների մոտ աճել է ցածր գնաճի, և հետևաբար խթանող դրամավարկային քաղաքականության պահպանման սպասումները: ԵՄ գոտու երկրներում պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքները նվազել են, իսկ եվրոն արժեզրկվել է գրեթե բոլոր հիմնական արժույթների նկատմամբ: Անգլիայի բանկի ֆինանսական քաղաքականության կոմիտեի նախագահ Դ. Կոնի կարծիքով եվրոյի գոտում լարվածությունը շարունակում է մնալ բարձր մակարդակում, աճում է անվստահությունը վարվող տնտեսական քաղաքականության նկատմամբ, վատացել է վարկավորման գործընթացը: Այս զարգացումները ռիսկեր են պրունակում ամբողջ գլոբալ տնտեսության զարգացման համար: ԵՄ գոտու որոշ երկրներում նկատվում է հանրային ֆինանսների վատթարացում: Այդ երկրները աչքի են ընկնում պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցության մեծ չափերով, այլ երկրներում մեծանում է բյուջեի դեֆիցիտը: Ֆրանսիայի հանրային հատվածի դեֆիցիտը, օրինակ, 2014թ. մոտենում է 4.4% ՀՆԱ նկատմամբ:

<sup>10</sup> <http://ec.europa.eu/eurostat/help/new-eurostat-website>

<sup>11</sup> <http://ec.europa.eu/eurostat/help/new-eurostat-website>

Տնտեսական խնդիրներին զուգահեռ ԵՄ գոտում աճում են քաղաքական ռիսկերը: Բանն այն է, որ սրվել են Եվրամիություն-Հունաստան հարաբերությունները, որոշ վերլուծաբաններ խոսում են անգամ Հունաստանի՝ Եվրոպական միությունից դուրս գալու հնարավորության վերաբերյալ: 2015թ. փետրվարի 13-ին Եվրոպական Կենտրոնական բանկը հայտարարություն տարածեց, համաձայն որի այդուհետ հրաժարվելու է հունական պետական պարտատոմսերի գրավի հիման վրա գործարքներ կատարել: Փետրվարի 28-ին Հունաստանը պետք է կատարեր իր պարտքի սպասարկման համար խոշոր վճարում, ընդ որում կանխապես հայտնի էր, որ երկիրը միջոցներ չունի պարտքը սպասարկելու համար: Այս պայմաններում Հունաստանը դիմեց Եվրոպական Միությանը՝ պարտքի սպասարկումը ժամանակավորապես հետաձգելու նպատակով: Սկզբնական շրջանում ԵՄ-Հունաստան բանակցությունները ցանկալի արդյունք չտվեցին, անգամ սկսեցին շրջանառվել նաև Հունաստանի կողմից ԵՄ լքելու վարկածը, ինչի արդյունքում Հունաստանը կհայտնվեր քառսոմ՝ մնալով առանց ԵՄ աջակցության, իսկ Եվրամիության համար կստեղծվի անդամ երկրների՝ միության կազմից դուրս գալու առաջին նախադեպը, որը կարող է լուրջ հարված հասցնել ինտեգրացիոն գործընթանների զարգացմանը: Բացի այդ Հունաստանի միության կազմից դուրս գալը մեր հարված կհասցներ ներդրողների վստահությանը, եվրոն էականորեն կարժեզրկվեր: Այս պայմաններում ԵՄ ֆինանսների նախարարները Բրյուսելում կայացած հանդիպման ժամանակ Հունաստանին ևս 4 ամիս ժամկետ տվեցին: Այդ ժամկետի ավարտից հետո ԵՄ-ը կվերլուծի հունական պարտքի կայունությունը, բյուջետային քաղաքականությունը և ըստ այդմ կորոշվի՝ շարունակել երկրին տրվող օգնությունը թե ոչ:

Արդեն մարտին կսկսվի ԵԿԲ քանակական խթանման հաջորդ փուլը, որի արդյունքում կգնվեն 1.1 տրիլիոն եվրոյի պարտատոմսեր: Եվրոպական Կենտրոնական բանկը, ըստ էության, շարժվում է ճապոնիայի բանկի օրինակով՝ գնելով պետական պարտատոմսերը, ԵԿԲ-ն մեծ ծավալների իրացվելիություն է ներարկում շուկա: Այս պայմաններում, մեր կարծիքով, մոտակա ժամանակաշրջանում եվրոյի թուլացման տրենդը դեռևս կպահպանվի:

ԵՄ գոտում տնտեսական ռիսկերի ավելացման մասին վկայում է նաև Մուդիզ կազմակերպության կողմից հրապարկված Եվրոյի գոտում Ֆինանսական ֆրագմենտացիայի մասին զեկույցը<sup>12</sup>: Նշենք, որ ֆինանսական ֆրագմենտացիա ասելով նկատի է առնվում ֆինանսական շուկաների ինտեգրացումը, որի հետևանքով ֆինանսական ռիսկերը դառնում են համընդհանուր: Ֆինանսական ֆրագմենտացիայի երևույթը առավել խիստ դրսևորվում է Եվրոյի գոտում, որտեղ կապիտալի շարժը ավելի ազատ է և թույլ վերահսկվող, քանի որ խոսքը միևնույն տնտեսական գոտու մասին է: Ֆինանսական ֆրագմենտացիայի աճը նշանակում է, որ եթե, օրինակ, Հունաստանը իր ֆինանսական շուկաներում պրոբլեմներ ունի, ապա դրանք միայն Հունաստանի պրոբլեմները չեն: Ըստ Մուդիզի՝ վերջին մեկ-երկու ամսում Եվրոյի գոտում նկատվում է ֆինանսական ֆրագմենտացիայի աճ: Գործակալության կողմից հաշվարկվող ֆինանսական ֆրագմենտացիայի ինդեքսը, որը հաշվարկվում է

<sup>12</sup> <https://www.moody's.com/>

պետական պարտատոմսերի, բանկերի տոկոսադրույքների և այլ ֆինանսական ինդիկատորների հիման վրա, նկատելի աճ է արձանագրել: Վերջինս պայմանավորված է ԵՄ գոտում պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության մեծ դիսպերսիայի, ինչպես նաև Հունաստանից ավանդների արտահոսքերի հետ: Պետք է հաշվի առնել մի կարևոր հանգամանք ևս՝ Եվրոպական Կենտրոնական բանկի կողմից քանակական խթանման միջոցառումների իրականացումը հանգեցնում է պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքների նվազման, ինչը էլ ավելի է խորացնում հունական և այլ ԵՄ անդամ երկրների պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքների միջև խզումը:

## Մեծ Բրիտանիա

2014թ. չորրորդ եռամսյակում Մեծ Բրիտանիայի ՀՆԱ-ն շարունակել է իր կայուն աճի դինամիկան՝ 2.7% նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատ: Գործազրկության մակարդակը երկրում շարունակում է մնալ ցածր մակարդակում, 2014թ. դեկտեմբեր ամսում օրինակ այս ցուցանիշը նվազեց՝ հասնելով 5.7%-ի նախորդ ամսվա 5.8% մակարդակի փոխարեն: Նույն ժամանակահատվածում բնակչության միջին եկամուտների հավելաճի ինդեքսը կազմել է 2.1%<sup>13</sup>: Համաշխարհայի գնանկումային միտումներին համապատասխան Մեծ Բրիտանիայում ևս շարունակվում է գնաճի նվազման տենդենցները: Այս փաստը հաստատվում է տարբեր գնային ինդեքսներով: Ըստ Մեծ Բրիտանիայի Ազգային վիճակագրական գրասենյակի տվյալների 2015թ. հունվար ամսվա ՍԳԻ-ն նախորդ ամսվա համեմատ կազմել է -0.9%: Նույն ժամանակահատվածում մանրածախ առևտրի գնային ինդեքսը կազմել է -0.8%, իսկ արտադրողների թողարկման գնային ինդեքսը՝ -0.5%: Չնայած բրիտանական ֆունտի արժեզրկմանը՝ երկրի վճարային հաշվեկշիռը շարունակում է բացասական մնալ: Դեկտեմբեր ամսում օրինակ, դեֆիցիտը կազմել է ավելի քան 10 մլրդ ֆունտ: Տնտեսության կայուն աճի պայմաններում շարունակել են բարելավվել գործարար ակտիվությունը բնութագրող PMI Ինդեքսները: 2015թ. փետրվար ամսվա արդյունաբերական PMI ինդեքսը կազմել է 54.1, իսկ շինարարական PMI-ն՝ 60.1:

Տնտեսության կայուն աճի պայմաններում Անգլիայի բանկը փետրվար ամսվա ընթացքում անփոփոխ թողեց դրամավարկային քաղաքականության մոտեցումները: Հիմնական տոկոսադրույքը և քանակական մեղմացման ծրագրի շրջանակներում գնվող արժեթղթերի ծավալը թողնվեց անփոփոխ՝ համապատասխանաբար 0.5% և 375 մլրդ ֆունտ: Այնուամենայնիվ փետրվարի 12-ին իր ելույթի ժամանակ Անգլիայի բանկի խորհրդի նախագահ Մարկ Քարնին հայտարարեց, որ բանկը կարող է բարձրացնել իր հիմնական

<sup>13</sup> <http://www.ons.gov.uk/ons/instantfigures.asp>



տոկոսադրույքը: Տոկոսադրույքի բարձրացումը պետք է լինի աստիճանական և սահմանափակ տեմպերով: Քարնիի խոսքերով<sup>14</sup>՝ ինֆլյացիան ակնհայտ անկում է ապրել՝ 2014թ. դեկտեմբեր ամսում կազմելով 0.5%, ինչը գնաճի նպատակային մակարդակից ավելի ցածր է: Մեծ Բրիտանիայում ինֆլյացիոն զարգացումները առավելապես կրում են էկզոգեն բնույթ՝ պայմանավորված գլոբալ գործոններով, սակայն եկամուտների աճը Մեծ Բրիտանիայում կազմում է ավելի արագ, քան գնաճը՝ 1.7%: Միաժամանակ տնտեսական աճը արագանում է, գործազրկությունը՝ նվազում: Մակրոտնտեսական այս զարգացումների պայմաններում, ըստ Մ. Քարնիի, պետք չէ վախենալ դեֆլյացիայից, քանի որ այն կրում է ժամանակավոր բնույթ, ավելին այն միանգամայն դրական է Մեծ Բրիտանիայի տնտեսության համար, քանի որ սննդամթերքի և նավթի ցածր գները դրական են անդրադառնում բարեկեցության վրա: Անգլիայի բանկի մեկ այլ ներկայացուցիչ՝ դրամավարկային քաղաքականության կոմիտեի անդամ Ի. Մաքքաֆերթին իր հերթին հայտարարեց, որ Անգլիայի բանկը տոկոսադրույքի վերանայման որոշումը կքննարկի ամիս առ ամիս՝ սպասելով գնաճի աշխուժացմանը:

## Ճապոնիա

2014թ. չորրորդ եռամսյակում Ճապոնիայի տնտեսական աճը հիասթափեցրեց ներդրողներին: Սպասված 2.2% աճի փոխարեն արձանագրվեց 1.5% ցուցանիշը: Տնտեսության ավելի մեծ աճի սպասումները պայմանավորված են Ճապոնիայի Կենտրոնական բանկի կողմից դրամավարկային ընդարձակման և քանակական մեղմացման ծրագրի իրականացման հետ: Ճապոնիայի Կենտրոնական բանկը կայուն կերպով ավելացնում է իենի փողային բազան՝ ամեն ամիս լրացուցիչ իրացվելիություն ներարկելով տնտեսությանը: Այնուամենայնիվ հրապարակվող մակրոտնտեսական ցուցանիշները լավատեսության համար հիմքեր չեն տալիս: Վերջին շրջանում ակնհայտ է դառնում, որ Ճապոնիայի բանկի և կառավարության ձեռնարկած միջոցառումները չեն տալիս խոստացված արդյունքները:

Ճապոնիայում նկատվում է կապիտալ ծախսումների աճի տեմպի դանդաղում: 2014թ. չորրորդ եռամսյակում, ըստ ֆինանսների նախարարության տվյալների<sup>15</sup> կապիտալ ծախսումների աճը կազմել է 2.8% նախորդ տարվա 5.5% ցուցանիշի փոխարեն: Անկումներ են նկատվում նաև բնակչինարարության ոլորտում՝ 2015թ. հունվար ամսվա ընթացքում այս ցուցանիշի աճի ինդեքսը կազմել է -13%՝ մատնանշելով ոլորտում անկումային տրամադրությունները: Մանրածախ առևտրաշրջանառությունը 2015թ. հունվար ամսում,

<sup>14</sup> Ամբողջական զեկույցը տես՝

<http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/chancellorletter120215.pdf>

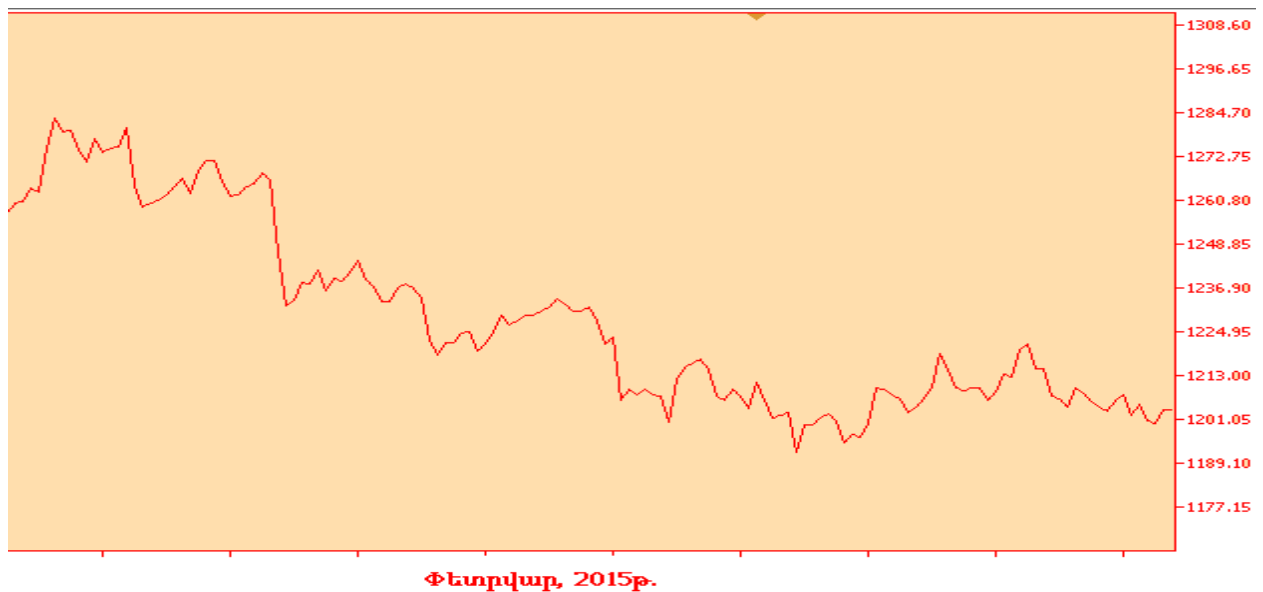
<sup>15</sup> <http://www.mof.go.jp/english/index.htm>

նախորդ տարվա նույն ամսվա համեմատ կրճատվել է 2%-ով<sup>16</sup>: լավատեսության համար հիմքեր չեն տալիս նաև աշխատանքի շուկայի ցուցանիշները՝ 2015թ. հունվար ամսում աճել գործազրկությունը՝ 3.6% նախորդ ամսվա 3.4%-ի փոխարեն: Տնային տնտեսությունների սպառումը նույն ժամանակահատվածում նախորդ տարվա համեմատ կրճատվել է 5.1 տոկոսով<sup>17</sup>: Փետրվար ամսվա գործարար սպասումները ևս չեն բարելավվել՝ Մարքիթ ընկերության կողմից հաշվարկվող արդյունաբերական PMI ինդեքսը փետրվար ամսվա համար կազմել է 51.5 նախորդ ամսվա 52.2 գործակցի փոխարեն:

## Ոսկի

Փետրվար ամսում ոսկու գինը կորցրեց նախորդ ամսվա ձեռքբերումները՝ գտնվելով հիմնականում նվազող տրենդի մեջ: Եթե հունվար ամսվա վերջում ազնիվ մետաղի գինը բարձր էր 1300 դոլար մեկ ունցիայի դիմաց մակարդակից, ապա փետրվար ամսվա վերջում արդեն գինը հատեց 1200 դոլար մեկ ունցիայի դիմաց սահմանագիծը: Այսպիսի զարգացումների համար կային մի շարք նախապայմաններ:

**Գրաֆիկ 3.** Ոսկու գնի դինամիկան 2015թ. փետրվար ամսվա ընթացքում



Համաշխարհային տնտեսության համար ներկայումս բնութագրական է դոլարի դիրքերի ուժեղացումը, Կենտրոնական բանկերի կողմից իրականացվող դրամական

<sup>16</sup> <http://www.meti.go.jp/english/statistics/tyo/syoudou/index.html>

<sup>17</sup> <http://www.stat.go.jp/english/index.htm>

ընդլայնողական քաղաքականությունը և ցածր գնաճի տեմպերը, որը երբեմն վերածվում է դեֆլյացիայի: Ցածր գնաճը ԱՄՆ-ում հանգեցնում է իրական տոկոսադրույքի աճին, և որպես հետևանք՝ փողի թանկացմանը: Բացի այդ, իրական տոկոսադրույքի աճը հանգեցնում է ոսկին պահելու այլընտրանքային ծախսի ավելացմանը, քանի որ ոսկուց հրաժարվելու և տոկոսային եկամուտ ապահովող աստիվի մեջ ներդնելու դեպքում կարելի է կայուն եկամուտ ստանալ:

Ի տարբերություն ԱՄՆ-ի, այլ երկրներում ցածր գնաճը Կենտրոնական բանկերին ստիպում է մեկը մյուսի հետևից մեղմացնել դրամավարկային քաղաքականությունը, որն արտահայտվում է տոկոսադրույքի նվազեցմամբ կամ քանակական խթանման ակտիվացմամբ: Ստեղծված իրավիճակի պայմաններում հիմնական իրացվելի արժույթները էժանանում են, իսկ դոլարը՝ թանկանում: Մակրոտնտեսական այս միջավայրը բնավ չի խրախուսում ոսկու նկատմամբ պահանջարկը, քանի որ իրենց խնայողությունները դոլարից տարբեր արժույթներով պահող սուբյեկտները, դոլարի արժևորման պայմաններում ավելի քիչ ոսկի կարող են գնել:

Փետրվար ամսվա ընթացքում ոսկու գների նվազման հնարավորությունը կանխատեսելի էր բանկերի և այլ ներդրողների համար: Ստորև բերված աղյուսակում ներկայացված է բանկերի կողմից ոսկու ֆյուչերսների երկար և կարճ պայմանագրերը ըստ ԱՄՆ ապրանքային ֆյուչերսների առևտրային կոմիսիայի տվյալների<sup>18</sup>:

**Աղյուսակ 8.** Հունվար և փետրվար ամիսների ոսկու ֆյուչերսների երկար և կարճ պայմանագրերի թիվը ըստ ամերիկյան և ոչ ամերիկյան բանկերի

	հունվար, 2015		փետրվար, 2015	
	երկար	կարճ	երկար	կարճ
ամերիկյան բանկեր	11,728	37,321	9,163	65,901
ոչ ամերիկյան բանկեր	32,985	80,227	20,009	96,264

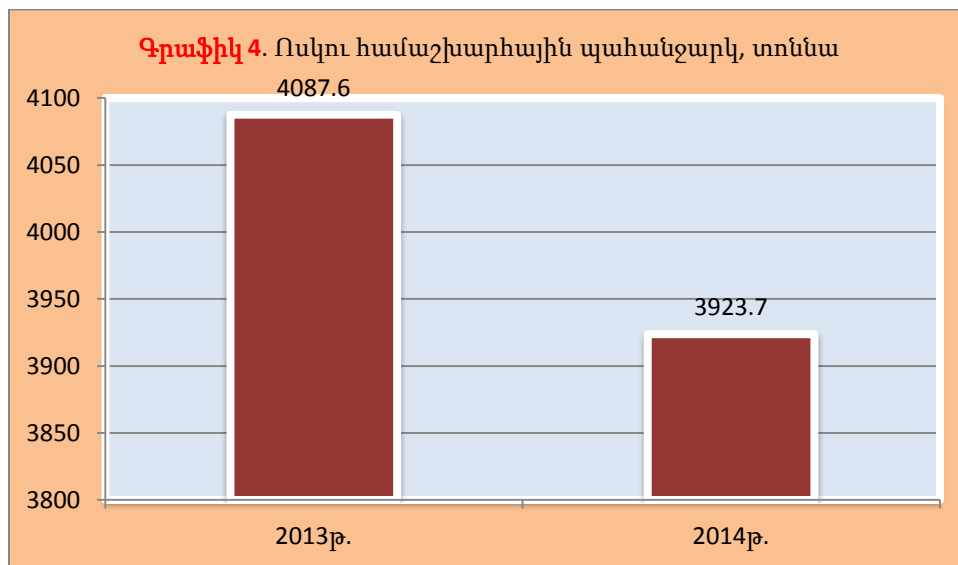
Աղյուսակը փաստում է, որ հունվար ամսվա համեմատ փետրվարին և՛ ամերիկյան, և՛ ոչ ամերիկյան բանկերը ոսկու նկատմամբ արջային տրամադրություններ են ունեցել: Փետրվար ամսում ամերիկյան բանկերը երկար ֆյուչերսները նվազեցրել են՝ 11,728 պայմանագրից հասցնելով թվով 9163 պայմանագրի, իսկ ոչ ամերիկյան բանկերը՝ 32,985-ից՝ 20,009: Միաժամանակ ամերիկյան բանկերը ավելացրել են կարճ ֆյուչերսների թիվը՝ 37,321-ից հասցնելով 65,901՝ կարճ պայմանագրերի թիվը ավելացնելով մոտ 76.6 տոկոսով: Ոչ

<sup>18</sup> մանրամասն տես՝ <http://www.cftc.gov/MarketReports/BankParticipationReports/deaaug14f>

ամերիկյան բանկերը ևս կարճ ֆյուչերսների թիվը ավելացրել են՝ 80,227-ից հասցնելով 96,264 կամ մոտ 20 տոկոսով:

Ոսկու գնի նվազման պատճառներից մեկը պահանջարկի անկումն է ինչպես ամբողջ աշխարհում, այնպես էլ այս մետաղի սպառմամբ խոշոր երկրներում՝ Հնդկաստանում և Չինաստանում: Չինաստանի ոսկու ասոցիացիայի տվյալների համաձայն, 2014թ. ոսկու պահանջարկը 2013թ. համեմատ նվազել է 25%-ով՝ կազմելով 886.1 տոննա: Ոսկու սալիկների նկատմամբ պահանջարկը անցած տարի ընկել է 59, իսկ մետաղադրամների նկատմամբ պահանջարկը՝ 49 տոկոսով: Երկրում ոսկու արտադրությունը 2014թ. նվազել է 5.5 տոկոսով՝ կազմելով 451.8 տոննա:

Ոսկու համաշխարհային խորհուրդ կազմակերպության կողմից հրապարակված տվյալների<sup>19</sup> համաձայն 2014թ. ոսկու տարեկան համաշխարհային պահանջարկը կազմել է 3923.7 տոննա: Համեմատության համար նշենք, որ 2013թ. ոսկու գլոբալ պահանջարկը կազմել է 4087.6 տոննա: Ինչ վերաբերում է ոսկու մատակարարված ծավալին, ապա այն կազմել է մոտ 4278.2 տոննա: Ոսկու հանքաարդյունաբերության ոլորտի աճը փոխհատուցվել է ազնիվ մետաղի շրջանառության արագության կրճատմամբ: Ոսկու շրջապտույտի արագությունը վերջին յոթ տարում ամենացածր մակարդակի վրա: 2014թ. ընթացքում կենտրոնական բանկերը ավելացրել են ոսկու իրենց ռեզերվները՝ 409 տոննայից (2013թ.) հասցնելով 477.2 տոննայի:



Ինչ վերաբերում է 2015թ., ապա կազմակերպության կանխատեսումներով ոսկու համաշխարհային պահանջարկը 2015թ. կկազմի մոտ 4100-4200 տոննա: Եթե այս կանխատեսումները ճիշտ են, ապա ընթացիկ տարվա ընթացքում ոսկու գները աճի միտում

<sup>19</sup> <http://www.gold.org/supply-and-demand/gold-demand-trends#full>

կունենան, թեև պետք է հաշվի առնել ևս մի կարևոր գործոն՝ ոսկու շրջապտույտի արագությունը: Ոսկու առաջարկի և պահանջարկի կառուցվածքը, ըստ Ոսկու համաշխարհային խորհուրդ կազմակերպության, բերված է ստորև.

	2012	2013	2014
<b>Առաջարկ</b>			
հանքարդյունաբերություն	2,829	3,011	3,157
վերաշրջանառված ոսկի	1,653	1,262	1,122
<b>Ընդամենը առաջարկ</b>	<b>4,482</b>	<b>4,273</b>	<b>4,278</b>

<b>պահանջարկ</b>			
ոսկու կիսապատրաստուք	2,419	2,793	2,542
մետաղադրամ, ձուլակտոր	1,343	1,765	1,064
ETF	279	-880	-159
ԿԲ զուտ գնումներ	544	409	477
այլ	-103	186	355
<b>Ընդամենը պահանջարկ</b>	<b>4,482</b>	<b>4,273</b>	<b>4,278</b>

Ոսկու արդյունաբերությունը շարունակել է կայուն աճել՝ 2013թ. 182տ-ով ավելի, 2014թ.՝ 146տ ավելի: Վերջին տարիներին էականորեն նվազել է ոսկու շրջանառությունը: Եթե 2012թ. ոսկու շրջանառությունը կազմում էր 1653տ, ապա 2014թ.՝ 1122, նվազելով 32%-ով: 2014թ. նվազել է ոսկու կիսապատրաստուքների նկատմամբ պահանջարկը՝ 2542տ նախորդ տարվա 2793 տ փոխարեն: 2014թ ընթացքում, շնորհիվ Չինաստանում Հնդկաստանում ֆիզիկական ոսկու նկատմամբ պահանջարկի անկման, խիստ նվազել է մետաղադրամների և ձուլակտորների պահանջարկը՝ 1064տ 2013թ. 1765 տ՝ նվազելով մոտ 40%-ով: ԿԲ ոսկու զուտ գնումները 2014թ. աճել են՝ 477 տ նախորդ 409 տ փոխարեն:

Այսպիսով ոսկու շուկայում տեղի են ունեցել հետևյալ էական փոփոխությունները՝

- Առաջարկի մասով՝ հանքարդյունաբերությունը շարունակում է կայուն աճել, էականորեն նվազել է ոսկու վերաշրջանառությունը:
- պահանջարկի մասով՝ խիստ նվազել է ֆիզիկական ոսկու նկատմամբ պահանջարկը:

Վերջին ամիսներին ոսկու պահանջարկի համար բացասական սպասումներ է առաջացնում ԱՄՆ ՖՊՀ տոկոսադրույքի վերաբերյալ ներդրողների սպասումները: Բանն այն է, որ արդեն երկար ժամանակ տոկոսադրույքը պահվում է անփոփոխ ցածր մակարդակում, իսկ ներկայիս տնտեսական աճի պայմաններում, երբ գնաձև աշխուժանա, տոկոսադրույքի բարձրացման հնարավորությունը գնալով բարձրանում է: ՖՊՀ կողմից տոկոսադրույքի

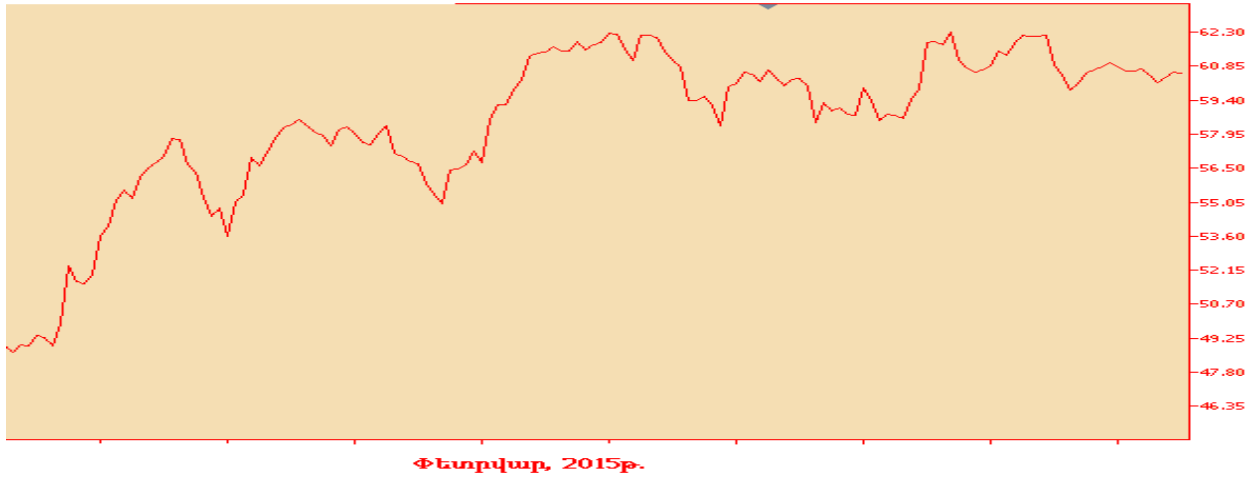
բարձրացումը այս տարվա ֆինանսական շուկաների համար կլինի ամենակարևոր իրադարձություններից մեկը: Ներդրողները վերջին շրջանում ուշադիր հետևում են ՖՊՀ բոլոր ներկայացուցիչների հանդիպումներին՝ վերջիններիս խոսքերի մեջ տոկոսադրույքի բարձրացման հնարավոր ժամկետի մասին թեկուզ փոքրագույն ակնարկ «որսալու» նպատակով: Տոկոսադրույքի բարձրացումը ոսկու շուկայում կհանգեցնի գների էական նվազման, քանի որ ամերիկյան դոլարը, որն առանց այդ էլ խիստ արժևորված է այլ արժույթների նկատմամբ, էլ ավելի կթանկանա: ԱՄՆ տնտեսության մեջ բոլոր տոկոսարդույթների բարձրացումը, որը կլինի հիմնական տոկոսադրույքի բարձրացման հետևանքը, կնվազեցնի ապահով ներդրումների նկատմամբ պահանջարկը, այդ թվում՝ ոսկու:

Մեր կարծիքով մոտ ապագայում ՖՊՀ-ն հազիվ թե բարձրացնի տոկոսադրույթները, քանի որ, ԱՄՆ մակրոտնտեսական ցուցանիշների վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ ներկայումս երկրում նվազում են ինֆլյացիոն սպասումները: Այս պայմաններում ՖՊՀ-ն հազիվ թե գնա դրամավարկային պայմանների խստացման:

## Նավթ

2015թ. հունվար ամսում նավթի գինը վերջին տարիների համար հասավ ռեկորդային ցածր մակարդակի՝ Brent և WTI նավթի մեկ բարելը որոշ ժամանակ վաճառվում էր 50 դոլարից ավելի պակաս գնով: Շատ ներդրողների կարծիքով գնի այդ մակարդակը այն եզրագիծն էր, որից այն կողմ սև ոսկու գինը այլևս չի նահանջի: Եվ իսկապես, փետրվար ամսում նավթի գինը կտրուկ շրջադարձ կատարեց և նկատելիորեն վերականգնվեց. Brent տեսակի նավթի գինը, օրինակ, վերականգնվեց 60 դոլար մեկ բարելի դիմաց: OPEC-ի գլխավոր քարտուղար Աբդուլլա ալ Բադրին կարծիք է հայտնել, որ նավթի գները արդեն հասել են իրենց գնային հատակին և անկումը այլևս չի շարունակվելու: Ավելին, Ալ Բադրին կանխատեսել է, որ ոչ հեռու ապագայում նավթի գները կձգտեն 200 դոլար մեկ բարելի դիմաց: Հատկանշական է, որ Ալ Բադրին չի խոսել OPEC կողմից նավթի հանույթի կրճատման հնարավորության վերաբերյալ, այլ նշել է, որ նավթի շուկան գները կկարգավորի ինքնուրույն: Էներգետիկ կազմակերպությունները կտրուկ նվազեցրել են ծախսերը, և հատկապես՝ ներդրումները, ինչը հանգեցնում է արտադրության կրճատման: ԱՄՆ-ում արդեն նկատվում է գործող հանքահորերի թվի կրճատում: Նավթային ոլորտում ներդրումների կրճատումը պետք է հանգեցնի գների աճին:

**Գրաֆիկ 5.** Բրենթ նավթի գնի դինամիկան 2015թ. փետրվար ամսում

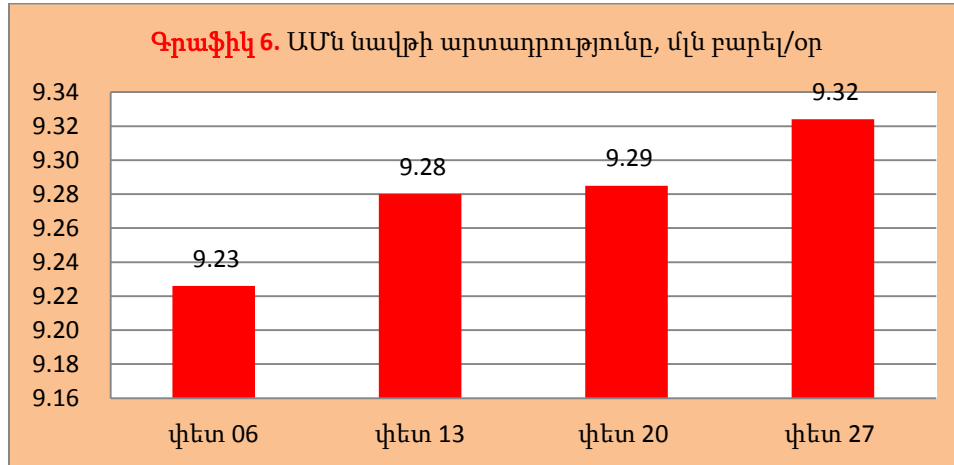


Փետրվար ամսվա սկզբում նավթի գնի վերականգնման համար դրական ազդեցություն ունեցավ ԱՄՆ-ում ակտիվ նավթահորերի փակման մասին տեղեկատվության ստացումից հետո: Ըստ Baker Hughes կազմակերպության , որ զբաղվում է աշխարհի 90 երկրներում նավթի հանույթը կազմակերպելու համար անհրաժեշտ ապրանքների և ծառայությունների իրացմամբ, հունվարի 31-ին ավարտված շաբաթվա ընթացքում ԱՄՆ-ում ակտիվ նավթահորերը կրճատվել են 87 հատով՝ հասնելով 1136-ի: Այս թիվը 2011թ. սեպտեմբերից ի վեր գրանցված ակտիվ նավթահորերի ամենացածր քանակն է: Ակտիվ նավթահորերի թիվը իր առավելագույն մակարդակին հասել է 2014թ. հոկտեմբեր ամսում՝ 1609, որը բոլոր ժամանակների մաքսիմումն է: Նավթի գնի համար օպտիմիստական նորություններ ստացվեցին այն բանից հետո, երբ British Petroleum նավթային ընկերությունը հայտարարեց, որ պատրաստվում է կրճատել ոլորտում կատարվող կապիտալ ներդրումները:

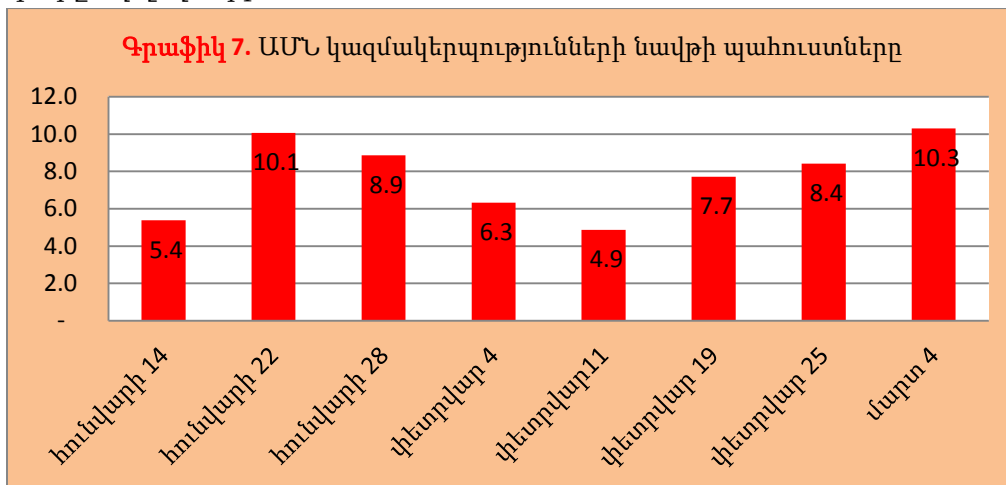
Չնայած նավթի գնի վերականգնմանը և օպտիմիստական զարգացումներին, այնուամենայնիվ, մեր կարծիքով, կան որոշ հանգամանքներ, որոնք թույլ չեն տալիս սպասել նավթի գների շուտափույթ վերականգնման:

- Պայքար շուկայի մասնաբաժնի համար: Վերջին ամիսներին նավթ արտադրող երկրները պայքար են մղում նվազող գների պայմաններում իերնց շուկայական մասնաբաժինը չկորցնելու համար: Այդ նպատակով նավթի առաջարկը էլ ավելի էր մեծացվում՝ մրցակիցներին ծանր պայմաններ պարտադրելու նպատակով:
- ՌԴ-Ուկրաինա հակամարտություն: ՌԴ նկատմամբ սանկցիաների կիրառումը, նավթի գների անկումը ՌԴ համար ֆինանսավորման լրացուցիչ դժվարություններ էր ստեղծում, ուստի գնի անկման պայմաններում ՌԴ-ն անհրաժեշտ նավթադրվարներ ստանալու համար պետք է մեծացներ վաճառվող նավթի ծավալը:
- Պահանջարկի անկումը: Գլոբալ տնտեսական աճի դանդաղումը հանգեցրել էր նավթի նկատմամբ պահանջարկի անկման՝ էլ ավելի մեծացնելով պահանջարկի և առաջարկի միջև խզումը:

Չնայած նավթային ոլորտում կապիտալ ներդրումների նվազմանը, այնուամենայնիվ ԱՄՆ արտադրությունը դեռևս բարձր մակարդակի վրա է, և նավթի շուկայում առկա խնդիրները դեռևս վերջնականապես լուծված չեն:



Փետրվարի 27-ին ԱՄՆ նավթի արտադրության օրական ծավալը ևս մեկ ռեկորդ սահմանեց՝ 9.32 մլն բարել/օր: Բացի արտադրության ծավալների աճից, վիճակագրական տվյալները վկայում են, որ աճում են նաև նավթի պահուստները: Ըստ ԱՄՆ էներգետիկ անվտանգության ադմինիստրացիայի մարտի 4-ին հրապարակված տվյալների՝ ամերիկյան կազմակերպությունների նավթի պահուստները կազմել են 10.3 մլն բարել<sup>20</sup>: Փետրվար ամսում նկատվել է պահուստների աճ, ինչը պետք է մեկնաբանել հետևյալ կերպ՝ առևտրային ընկերությունները նախապես, նավթի ցածր գնի պայմաններում, ավելացրել են իրենց պաշարները, այլ կերպ՝ ձեռքբերված նավթը չի սպառվում: Դա նշանակում է, որ մոտակա օրերին նրանք կնվազեցնեն գնվող նավթի ծավալը, այլ կերպ՝ նավթի պահանջարկը կընկնի՝ գները մղելով ներքև:



<sup>20</sup> <http://www.eia.gov/>



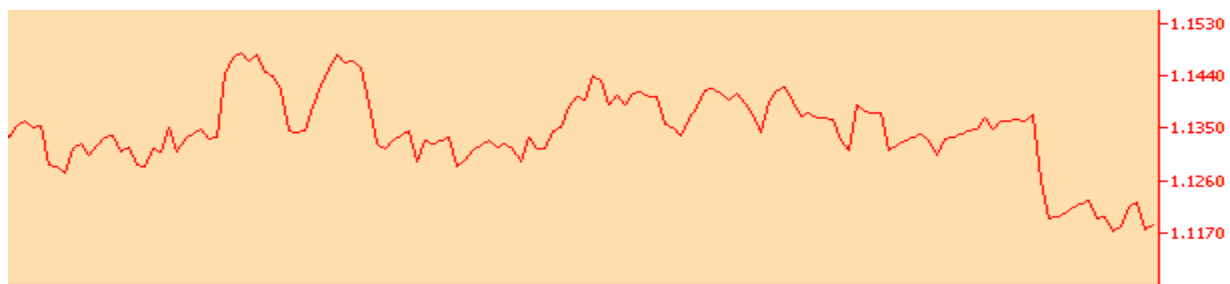
Որոշ վերլուծաբանների կարծիքով, որոնց թվում ՖՊՀ նախկին նախագահ Ա. Գրինսպենը, կարծում են, որ ներկայումս նավթի շուկայում տեղի են ունեցել նկատելի փոփոխություններ, մասնավորապես OPEC-ը նավթի շուկայում այլևս չունի նախկին դերակատարումը, իսկ նավթի գնի վրա որոշիչ ազդեցությունը ներկայումս գտնվում է ԱՄՆ ձեռքերում: Անդրադառնալով նավթի շուկայում վերջին ամիսների ճգնաժամին, Գրինսպենը նշում է, որ նավթի շուկայում գերարտադրությունը հետևանք է նավթի վերամշակման տեխնոլոգիական զարգացման: Դա հատկապես վերաբերում է նավթարդյունահանման ոչ ավանդական ձևերի զարգացմանը (հորիզոնական հորատում): Տեխնոլոգիական զարգացման հետևանքով ԱՄՆ-ում շահագործման համար նախկինում դժվար մատչելի հանքերը ներկայումս դարձել են տնտեսապես շահութաբեր, իսկ դրանց արդյունահանումը հանգեցրել է նավթի շուկայում գերարտադրության: Գրինսպենը թեահավատությամբ է վերաբերում նավթի գների վերջին շաբաթների արժևորմանը, քանի որ ըստ նրա փոքր գնային արժևորումը, հավանաբար հետևանք է ներդրողների կողմից իրենց կարճ դիրքերի փակման: Նավթի շուկայում ցուլային տրենդի մասին կարելի է կլինի խոսել այն ժամանակ, երբ առաջարկի և սպառման միջև առկա էական խզումը վերանա:



## Նորություններ հիմնական արժույթների վերաբերյալ

2015թ. փետրվար ամսվա ամբողջ ընթացքում եվրոպական արժույթը դրսևորել է բավական կայուն դինամիկա: Նախորդ ամիսների արժեզրկումից հետո եվրոն հավասարակշռվեց 1.12-1.14 միջակայքում, իսկ ամսվա վերջում, կապված Եվրոպական Կենտրոնական բանկի քանակական մեղմացման քաղաքականության հաջորդ փուլի սկզբի հետ, կրկին շարունակեց դուլարի նկատմամբ իր արժեզրկումը:

**Գրաֆիկ 8.** EUR/USD փոխարժեքի գույզը 2015թ. փետրվար ամսվա ընթացքում:



Փետրվար, 2015թ.

Չնայած եվրոյի հարաբերական կայունությանը, ներկայումս Եվրոպական Միությունը կանգնած է տնտեսական և քաղաքական լուրջ խնդիրների առաջ: Ստեղծված մակրոտնտեսական իրավիճակը, իրականացվող դրամավարկային քաղաքականությունը, ԵՄ գոտու երկրների խոշոր պետական պարտքերը և դրանք սպասարկելու անհրաժեշտությունը, ցածր գնաճը, հունական ճգնաժամը, Ուկրաինական հակամարտությունը և սանկցիաների կիրառումը թուլացնում են եվրոպական արժույթի դիրքերը: Գերմանիայի Ֆինանսների նախարար Վ. Շաբլի կարծիքով Գերմանիայի քայլերը՝ եվրոյի փոխարժեքը կարգավորելու ուղղությամբ քիչ արդյունք են տալիս Հունաստանի ճգնաժամային վիճակի և ԵԿԲ կողմից տրիլիոն եվրոյի հասնող հանրային հատվածի պարտքերը սպասարկելու համար պարտատոմսեր գնելու պատճառով: Պարտատոմսերի գնման հետևանքով շրջանառության մեջ եվրոյի զանգվածը ավելանում է՝ արժեզրկելով արժույթը:

Եվրոյի համար բացասական սպասումներ է առաջացնում Հունաստանում ստեղծված վիճակը: Այս երկիրը չի կարողանում իր ուժերով սպասարկել պարտքը, իսկ Եվրոպական միությունը, իր հերթին, չի ցանկանում նոր զիջումների գնալ: ԵՄ և Հունաստանի հարաբերությունները սրվեցին այն բանից հետո, երբ ԵԿԲ-ն որոշեց, որ իր հետ վերաֆինանսավորման գործառնություններում հունական բանկերը այսուհետ հունական պետական պարտատոմսերի փոխարեն ստիպված են լինելու օգտագործել այլ ակտիվներ: Հունաստանը, իր հերթին սպառնում է հեռանալ միությունից, եթե միության անդամ երկրները իրեն միայնակ թողեն իր խնդիրների հետ: Հունաստանի հեռացումը ոչ ցանկալի նախադեպ կստեղծի, բացի այդ մեծ վնաս կհասցնի Եվրոպական միությանը: Այս պայմաններում կողմերը փետրվարի վերջին Բրյուսելում կայացած բանակցությունների արդյունքում գնացին փոխադարձ զիջումների՝ չորս ամսով հետաձգելով պարտքի սպասարկումը, որպեսզի Հունաստանին հնարավորություն տրվեր կարգավորել հանրային ֆինանսները: Այնուամենայնիվ հունական ճգնաժամը դեռևս լուծված չէ և հետագա ամիսներին քաղաքական ռիսկերը ԵՄ գոտում կմնան բարձր:

Եվրոյի արժեզրկման համար դրական հող է ստեղծում ԱՄՆ տնտեսության ներկա վիճակը: Պարբերաբար հրապարակվող մակրոտնտեսական ցուցանիշները վկայում են, որ ԱՄՆ տնտեսությունը շարունակում է կայուն կերպով զարգանալ՝ ամրապնդելով դոլարի դիրքերը: Ըստ Reuters գործակալության իրականացրած հարցումների արդյունքների, ներդրողները սպասում են, որ եվրոն դոլարի նկատմամբ մոտակա երեք ամսում կնվազի 1.11 մակարդակ, իսկ տարվա ընթացքում՝ 1.1 դոլար մեկ եվրոյի դիմաց: Ներդրողների սպասումները պայմանավորված են մի կողմից Եվրոպական Կենտրոնական բանկի կողմից քանակական խթանման քաղաքականության իրականացմամբ, մյուս կողմից ԱՄՆ ՖՊՀ կողմից տոկոսադրույքի բարձրացման հնարավորությամբ:

Ինչ վերաբերում է ԵԿԲ կողմից քանակական խթանման ծրագրի արդյունավետությանը, ապա պետք է նշել, որ հրապարակվող գնաճի ցուցանիշները վկայում

են, որ ԵՄ գոտում ցածր գնաճը ոչ միայն շարունակվում է, այլ նաև երբեմն վերածվում է դեֆլյացիայի: Բացասական զարգացումներ են նկատվում նաև ԵՄ անդամ երկրների պարտատոմսերի շուկաներում: Եվրոպական երկրների պարտատոմսերի շուկայում նկատվում է տոկոսադրույքների աննախադեպ նվազումներ: Ստորև ներկայացված է պարտատոմսերի շուկայի տոկոսադրույքները ըստ տարբեր երկրների և տարբեր մարման ժամկետով պարտատոմսերի:

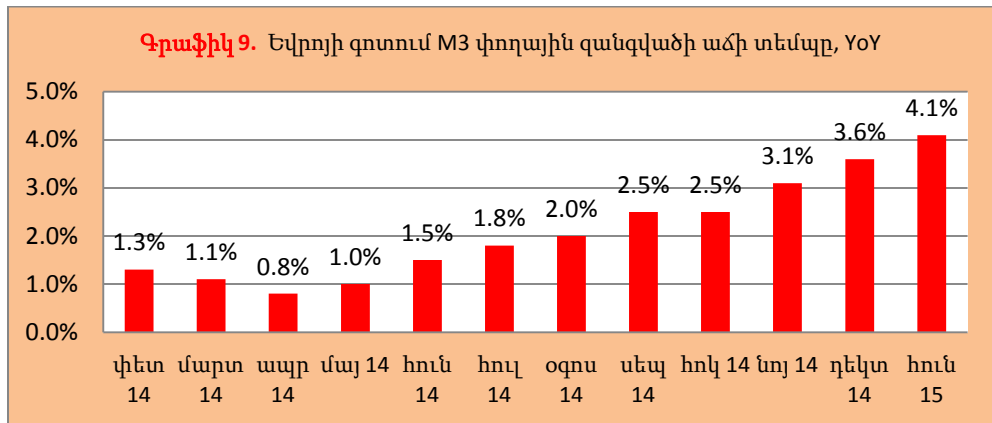
Մարման ժամկետը	2 տարի	5 տարի	7 տարի	10 տարի	30 տարի
ԱՄՆ	0.603	1.48	1.834	2.044	2.56
Գերմանիա	-0.22	-0.8	0.018	0.37	0.959
Մեծ Բրիտանիա	0.42	1.197		1.777	2.36
Ճապոնիա	0.02	0.075	0.119	0.313	1.464

Աղյուսակի տվյալները վկայում են, որ ամերիկյան և ոչ ամերիկյան պարտատոմսերի շուկայի տոկոսադրույքների միջև կան էական տարբերություններ: Այսպես, ցանկացած ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի տոկոսադրույքների մեջ ամերիկյան պարտատոմսերը ամենագրավիչն են ներդրողների համար: 10 տարի մարման ժամկետով պարտատոմսերի տոկոսադրույքը ԱՄՆ-ում բարձր է 2 տոկոսից, մինչդեռ մնացած երկրներում՝ ցածր է, եվրոպական երկրներում և Ճապոնիայում նույնիսկ 0.5 տոկոսից ցածր: 7 տարի մարման ժամկետով պարտատոմսերի տոկոսադրույքները Գերմանիայում և Ճապոնիայում գրեթե մոտ են 0-ին, իսկ ԱՄՆ-ում՝ 1.8%-ից ավելի: Իռլանդիայի 10 տարի մարման ժամկետով պարտատոմսերի տոկոսադրույքը իր պատմության մեջ առաջին անգամ նվազել է 1%-ից ցած: Իսպանիայի և Իտալիայի պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքները ևս հասան իրենց պատմական մինիմումներին այն բանից հետո, երբ ԵՄ ֆինանսների նախարարները որոշեցին օժանդակել Հունաստանին: Գերմանիայի 5 տարի մարման ժամկետով պարտատոմսեր գնելու դեպքում ներդրողները ոչ միայն եկամուտ չեն ստանա, այլև իրենք պետք է վճարեն պարտատոմսը պահելու համար, քանի որ այդ պարտատոմսերի տոկոսադրույքը փետրվարի վերջին նվազեց 0-ից ցածր: Պարտատոմսերի տոկոսադրույքների միջև այսպիսի դիսպերսիան նպաստավոր է դոլարի համար՝ ներդրողները կգերադասեն իրենց խնայողությունները բոլոր արժույթներով փոխարկել դոլարի և ներդնել ամերիկյան պարտատոմսերում՝ ավելի մեծ հատույց ստանալու նպատակով:

Եվրոյի համար դրամատիկ զարգացումներ են սպասվում մարտի սկզբին, երբ սկսվի ԵԿԲ քանակական խթանման հաջորդ փուլը, որի արդյունքում կգնվեն 1.1 տրիլիոն եվրոյի պարտատոմսեր: Հունական իրադարձությունները այս առումով ետին պլան են մղվում, ներդրողների ուշադրությունը հիմնականում բևեռված է քանակական խթանման ծրագրի վրա: ԵՄ գոտում պարտատոմսերի շուկայի ընդհանուր վիճակը լավ բնութագրում է

Bloomberg գործակալության կողմից հաշվարկվող Eurozone Sovereign Bond Index ինդեքսը: Վերջինիս միջին եկամտաբերությունը փետրվարի վերջին շաբաթվա ընթացքում նվազել է ռեկորդային մակարդակի՝ 0.64%:

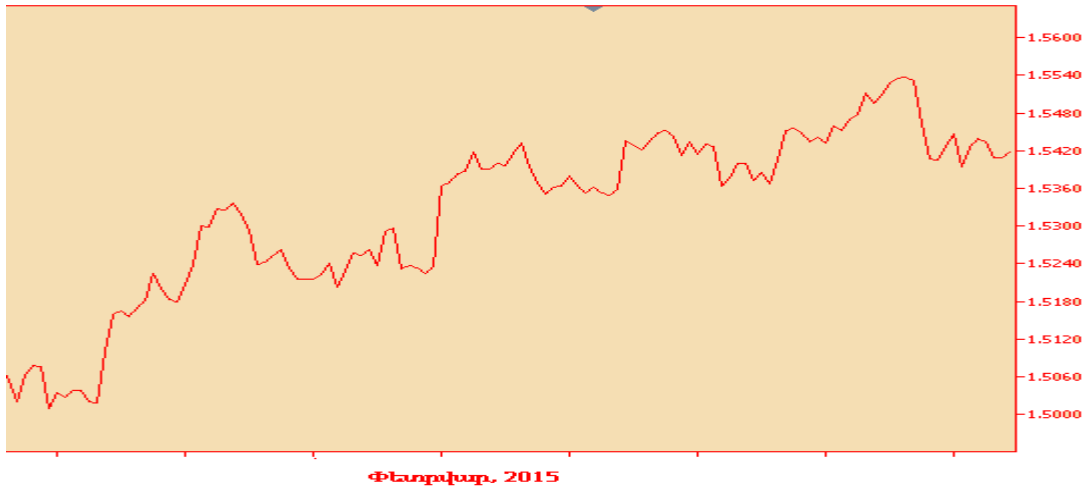
Եվրոպական Կենտրոնական բանկը շարժվում է ճապոնիայի բանկի օրինակով՝ գնելով պետական պարտատոմսերը, ԵԿԲ-ն մեծ ծավալների իրացվելիություն է ներարկում շուկա: Ավելցուկ իրացվելիության փաստը հաստատվում է վերջին ամիսներին ԵՄ գոտու M3 դրամական զանգվածի աճի տեմպի տվյալներով: Այսպես 2015թ. հունվար ամսում M3 եվրոյի զանգվածը նախորդ տարվա նույն ամսվա համեմատ աճել է աննախադեպ տեմպով՝ 4.1%



Վերը բերված գրաֆիկում արտացոլված է M3 փողային զանգվածի աճի տեմպի դինամիկան: Գրաֆիկը ցույց է տալիս, որ եվրոյի զանգվածի աճը աստիճանաբար արագանում է: Ըստ այդ, այլ հավասար պայմաններում, եթե մոտ ապագայում այս տեմպը շարունակվի, ապա եվրոյի դիրքերը կշարունակեն թուլանալ դոլարի նկատմամբ:

Եթե փետրվար ամսվա ընթացքում եվրոն երկարատև արժեզրկումից հետո կայուն դինամիկա դրսևորվեց, ապա ֆունտի համար փետրվար ամիսը արժևորման ժամանակաշրջան էր: Ֆունտի դինամիկան հստակ արտացոլում է այն տարբերությունը, որն առկա է Եվրոպական Կենտրոնական բանկի և Անգլիայի բանկի մոտեցումների միջև: Մինչ ԵԿԲ-ն ավելացնում է քանակական խթանման ծավալը՝ մոնետարացնելով ԵՄ գոտու երկրների պետական պարտքերը, Անգլիայի բանկը իրականացնում է առավել պահպանողական քաղաքականություն՝ քանակական խթանման ծավալը թողնելով անփոփոխ և կայուն պահելով դրամավարկային պայմանները:

**Ֆրաֆիկ 10.** GBP/USD փոխարժեքի գույզի դինամիկան 2015թ. փետրվար ամսվա ընթացքում



Դիտարկվող ամսվա ընթացքում ստացվեցին մի շարք մակրոտնտեսական ցուցանիշներ, որոնք նպաստավոր էին ֆունտի համար: Մասնավորապես անշարժ գույքի շուկայից ստացվող տվյալները վկայում էին գնաճի աշխուժացման մասին, վերջին ամիսներին էականորեն բարելավվել է շինարարական PMI Ինդեքսը՝ հունվար ամսում, օրինակ այն կազմել էր 59.1 նախորդ 57.6 մակարդակի փոխարեն: Բնակարանների գները հունվար ամսում նկատելի աճ են արձանագրել՝ մատնանշելով հնարավոր աշխուժացման մասին: HBOS անգլիական բանկի կողմից հրապարակված բնակարանների գնային ինդեքսը հունվարին նախորդ ամսվա համեմատ կազմել է նկատելի բարձր՝ 2 տոկոս նախորդ 1.1 տոկոսի փոխարեն, իսկ 2014թ. հունվար ամսվա համեմատ գները աճել են 8.5 տոկոսով:

Ֆունտի փոխարժեքի համար նպաստավոր հող ստեղծեցին Անգլիայի բանկի ներկայացուցիչների կողմից այն հայտարարությունները, որ մոտակա ամիսներին բանկը մտադիր է բարձրացնել հիմնական տոկոսադրույքը: Ըստ Անգլիայի բանկի խորհրդի նախագահ Մարկ Քարնիի՝ բանկը կարող է բարձրացնել իր հիմնական տոկոսադրույքը: Տոկոսադրույքի բարձրացումը պետք է լինի աստիճանական և սահմանափակ տեմպերով: Քարնիի խոսքերով<sup>21</sup>՝ Մեծ Բրիտանիայում ինֆլյացիոն զարգացումները առավելապես կրում են էկզոգեն բնույթ՝ պայմանավորված գլոբալ գործոններով, սակայն եկամուտների աճը երկրում կազմում է ավելի արագ, քան գնաճը՝ 1.7%: Միաժամանակ տնտեսական աճը արագանում է, գործազրկությունը՝ նվազում: Մակրոտնտեսական այս զարգացումների պայմաններում, ըստ Մ. Քարնիի, պետք չէ վախենալ դեֆլյացիայից, քանի որ այն կրում է ժամանակավոր բնույթ, ավելին այն միանգամայն դրական է Մեծ Բրիտանիայի տնտեսության համար, քանի որ սննդամթերքի և նավթի ցածր գները դրական են անդրադառնում բարեկեցության վրա: Անգլիայի բանկի դրամավարկային քաղաքականության կոմիտեի անդամ Մ. Վիլը հաստատեց Քարնիի այն տեսակետը, որ այսուհետ բանկի հիմնական

<sup>21</sup> Ամբողջական զեկույցը տես՝ <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Documents/pdf/chancellorletter120215.pdf>

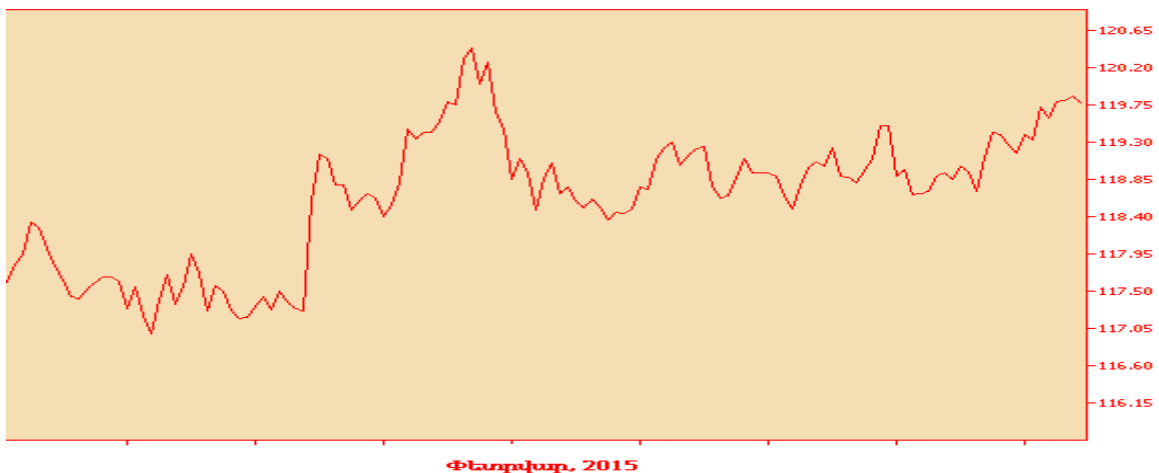
տոկոսադրույքի բարձրանալու հավանականությունը մեծ է: Հիշեցնենք, որ նման կարծիք դեռևս հունվարին հայտնել էր կոմիտեի մեկ այլ անդամ՝ Ք. Ֆորբեսը:

Չնայած դրլարի նկատմամբ թուլացմանը՝ բրիտանական ֆունտը ամսվա ընթացքում բավական ուժեղ դիրքեր պահպանեց այլ արժույթների նկատմամբ, մասնավորապես եվրոյի և իենի նկատմամբ: Այնուամենայնիվ, պետք է նշել, որ չնայած հարաբերական կայունությանը ֆունտի համար կան երկու էական խոչընդոտներ՝

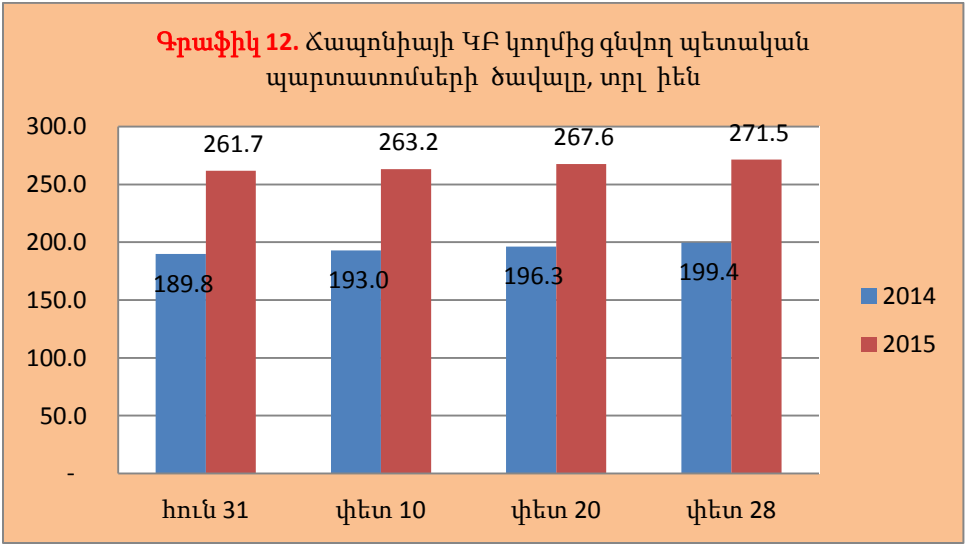
- ցածր ինֆլյացիա՝ վերջին ամիսների ցուցանիշները խոսում են գնաճի թուլացման մասին: Հունվար ամսում գնաճը նվազեց մինչ 0.5% մակարդակ: Նույնիսկ Մ. Քարնին խոստովանեց, որ հիմքեր կան ենթադրելու գնաճի հետագա անկման համար:
- առևտրային հաշվեկշիռ, Վերջին տարվա ընթացքում նկատվում է Մեծ Բրիտանիայի առևտրային հաշվեկշռի վատթարացում: Եթե անցած տարում Մեծ Բրիտանիայի առևտրային հաշվեկշռի դեֆիցիտը կազմում էր 34.8 մլրդ ֆունտ, ապա Եվրոստատի կողմից հրապարակված վերջին տվյալների համաձայն նկատվում է դեֆիցիտի աճ՝ 121.1 մլրդ եվրո: Մեծ Բրիտանիայի ծառայությունների ոլորտից ստացվող ցուցանիշները խոսում են այս ոլորտում հարաբերական թուլության մասին, ինչը կարող է բացասաբար անդրադառնալ ֆունտի փոխարժեքի վրա միջնաժամկետ հեռանկարում:

Ճապոնական արժույթը ամսվա ընթացքում էական տատանումներ չունեցավ, սակայն ստեղծված մակրոտնտեսական միջավայրը անբարենպաստ է իենի համար միջնաժամկետ հեռանկարում: Չնայած դրամավարկային ընդարձակմանը և Ճապոնիայի կառավարության կողմից այսպես կոչված կառուցվածքային ընդլայնման քաղաքականությանը՝ Ճապոնիայի ՀՆԱ աճի ցուցանիշները չեն արդարացնում սպասումները: Այսօր արդեն պարզ է, որ Քանակական խթանման ծրագրի շրջանակներում ձեռնարկված բոլոր միջոցառումները անցան առանց նկատելի հաջողության:

**Գրաֆիկ 11.** USD/JPY փոխարժեքի գույզը 2015թ փետրվար ամսվա ընթացքում



Ճապոնիայի բանկի խորհրդի հանդիպումների արդյունքներից և բանկի ներկայացուցիչների հայտարարություններից դատելով՝ ԿԲ-ն սպասում է ցածր գնաճի հաղթահարում արդեն 2015թ. կեսերին: Ճապոնիայի վարչապետի խորհրդականն էլ կարծիք հայտնեց, որ Ճապոնիայի ԿԲ կողմից քանակական խթանումը արդյունքներ պետք է տա 6-8 ամիս անց, և հետևաբար Ճապոնիայի ԿԲ-ն դրամավարկային քաղաքականությունը խթանելու կարիք դեռևս չունի: Հիշեցնենք, որ քանակական խթանման ներկայիս փուլը Ճապոնիայի ԿԲ-ն սկսել է 2014թ. հոկտեմբերից, ուստի, հաշվի առնելով դրամավարկային քաղաքականության հնարավոր լազր, պետք է ենթադրել, որ գնաճը կսկսի արագանալ արդեն 2015թ. մարտ-մայիս ամիսներին: Այնուամենայնիվ, Ճապոնիայի բանկի հաշվեկշռի հերթական հրապարակումները ցույց են տալիս, որ ԿԲ կողմից գնվող պետական պարտատոմսերի ծավալը շարունակում է աճել: Այսպես, Գրաֆիկը ցույց է տալիս, որ եթե 2015թ. հունվարի 31-ին ԿԲ կողմից գնված պետական պարտատոմսերի ծավալը կազմում էր 261.7 տրլ իեն, ապա արդեն փետրվարի 28-ի դրությամբ՝ 271.5 տրլ: Գրաֆիկը ցույց է տալիս նաև անցած մեկ տարվա ընթացքում գնվող պարտատոմսերի ծավալի աճը՝ եթե 2014թ. փետրվարի վերջին պարտատոմսերի ծավալը հասնում էր 199.4 տրլ իեն, ապա 2015թ. վերջում մոտ 72 տրիլիոն իենով ավելի: Փաստորեն միայն վերջին մեկ տարվա ընթացքում գնված պարտքը ավելացել է 36.1%-ով:

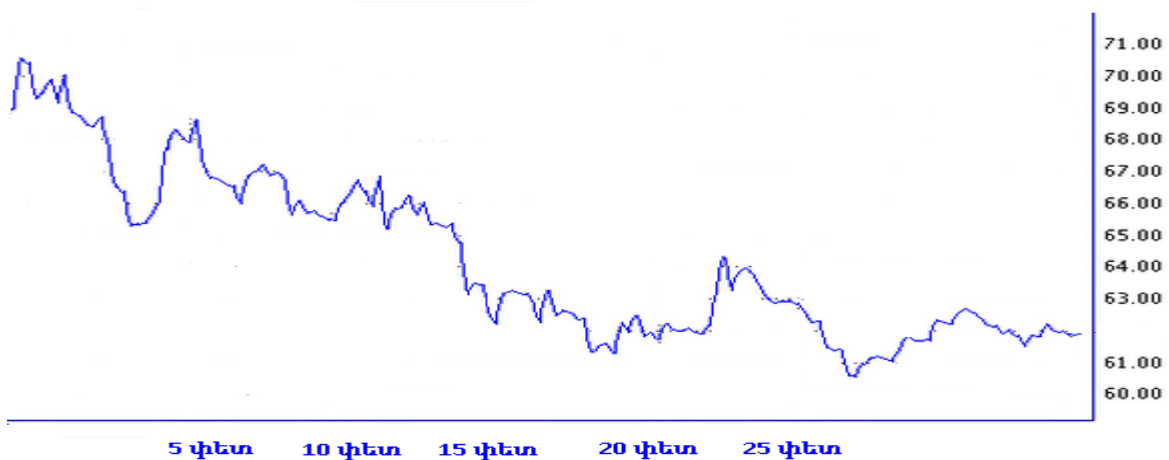


Այս ցուցանիշները մատնանշում են Ճապոնիայի բանկի կողմից իրականացվող քաղաքականության էությունը: Բանկը շարունակում է մոնետարացման շնորհիվ ֆինանսավորել պետական պարտքը, որն անցնում է ՀՆԱ նկատմամբ 200 տոկոսից: Այս պայմաններում, չնայած իենի վերջին շրջանի կայունացմանը, այնուամենայնիվ, մեր կարծիքով, պետք է սպասել Ճապոնական արժույթի հետագա արժեզրկման:

Փետրվար ամիսը արժևորման ժամանակահատված էր ռուսական արժույթի համար: Ռուսական ռուբլին, որ նախորդ ամիսներին շեշտակիորեն արժեզրկվել էր, սկսեց աստիճանաբար վերականգնել իր դիրքերը: Ռուբլու արժևորման առաջին հիմնական պատճառը նավթի գների նկատելի վերականգնումն էր: Brent տեսակի նավթի գինը, որով գնանշվում է ռուսական նավթը, աճեց 60 դոլար մեկ բարելի դիմաց մակարդակից և կայունացավ: Շատ ներդրողների կարծքիով նավթի գինը արդեն հասել է իր հատակին և այսուհետ կտեղափոխվի աճի տրենդի մեջ:

Ռուբլու արժևորման հաջորդ կարևոր նախադրյալը Ուկրաինական հակամարտության շուրջ կրակի դադարեցման մասին համաձայնագրի ստորագրումն էր: Արժույթային շուկան արագ արձագանքում է քաղաքական դաշտում տեղի ունեցող իրադարձություններին:

**Գրաֆիկ 13.** USD/RUB փոխարժեքի գույզը 2015թ. փետրվար ամսվա ընթացքում

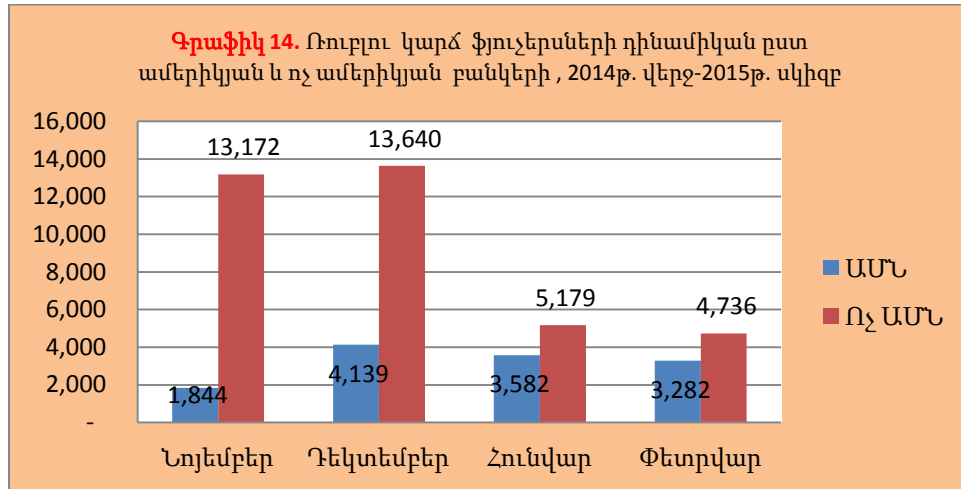


Ռուբլու նկատմամբ իրենց վերաբերմունքը փոխել են նաև բանկերը: ԱՄՆ ապրանքային ֆյուչերսների ապրանքային կոմիսիայի<sup>22</sup> տվյալների համաձայն վերջին ամիսների ռուբլու ֆյուչերսների կարճ դիրքերը նկատելի կրճատվել են: Այսպես, ամերիկյան բանկերը ռուբլու ֆյուչերսների կարճ դիրքերը առավելագույնի են հասցրել ղեկտեմբեր ամսում, երբ ռուբլին շոնդալից անկում էր ապրում՝ 4139 կարճ պայմանագիր նույնիսկ ամսվա 1844 պայմանագրի փոխարեն: Ստորև բերված գրաֆիկը, սակայն ցույց է տալիս, որ ռուբլու նկատմամբ ամերիկյան բանկերի վստահությունը աճել է հունվար և փետրվար ամիսներին՝ կարճ դիրքերը աստիճանաբար նվազել են, փետրվարը ղեկտեմբերի նկատմամբ՝ 20.7%-ով: Ինչ վերաբերում է ոչ ամերիկյան բանկերին, ապա վերջիններս ռուբլու կարճ ֆյուչերսների դիրքերը կրճատել են մոտ 2.9 անգամ՝ ղեկտեմբերը փետրվարի

<sup>22</sup> <http://www.cftc.gov/MarketReports/BankParticipationReports/deanov14f>



համեմատ: Մա նշանակում է, որ ռուբլու նկատմամբ վստահությունը աճել է սկսած հունվար ամսից:



Չնայած Ռուբլու արժևորմանը և հակամարտության կարգավորման քիչ թե շատ առաջընթացին, ռուսական տնտեսությունը ներկայումս կանգնած է լուրջ խնդիրների առջև: Ռուսաստանի ԿԲ նախագահը խոստովանել է, որ հիմնական տոկոսադրույքը, չնայած 17 տոկոսից 200 բազիսային կետով իջեցնելու որոշմանը, շարունակում է մնալ խիստ բարձր մակարդակում: Ներկայումս շատ փորձագետներ և գործարաններ կարծում են, որ տոկոսադրույքի նման բարձր մակարդակը մեծ հարված է հասցնում Ռուսաստանում վարկավորման և տնտեսության բնականոն գործունեության պրոցեսին: Բացի այդ ՌԴ տնտեսությունը լուրջ խնդիրներ ունի կապված ռեցեսիայի խորացման, գնաճի սրման, սանկցիաների հետևանքով արտաքին ֆինանսավորման կասեցման, ՌԴ միջազգային վարկանիշների վատթարացման հետ:

Ռուսաստանի Դաշնությունում սրվում են գնաճային զարգացումները: Գների աճ նկատվում է հատկապես առաջին անհրաժեշտության ապրանքների, հատկապես սննդամթերքի, դեղերի և սոցիալական կարևոր նշանակություն ունեցող ապրանքների շուկայում: Ըստ ՌԴ տնտեսական զարգացման նախարարության կանխատեսման, միայն 2015թ. առաջին կեսում ՌԴ-ում պարենային ապրանքների գնաճը կկազմի 23.5-23.8%: Նախորդ տարի ՌԴ կողմից ապրանքային էմբարգոյի կիրառման արդյունքները դրսևորվում են արդեն հիմա՝ ներմուծման արհեստական արգելակման հետևանքով առաջացած ապրանքային դեֆիցիտի պայմաններում ապրանքներ գները թռիչքաձև աճում են: Մինչ ապրանքային էմբարգոն կիրառելը ՌԴ կառավարությունը կարծում էր, որ ներմուծումը կարելի կլինի փոխարինել տեղական արտադրությամբ, առանց հաշվի առնելու, որ տնտեսությանը երկար ժամանակ է հարկավոր նման փոփոխություններին համարվելու համար:

2015թ. հունվար ամսում ՌԴ ՀՆԱ-ն նախորդ տարվա նույն ամսվա համեմատ կրճատվել է -1.5%-ով: 2014թ. նույն ցուցանիշը կազմել է 0.2% աճ: Ռուսաստանում նկատվում է նաև չվերադարձվող վարկերի աճ: ՌԴ Կնետրոնական բանկի սպասումներով չվերադարձվող մանրածախ վարկերի տեսակարար կշիռը կհասնի ընդհանուր վարկերի 8 %:

Ռուսաստանի ֆինանսական շուկաներին մեծ հարված<sup>34</sup> էր Մուդիզ վարկանիշային գործակալության կողմից ՌԴ վարկանիշները նվազեցնելու վերաբերյալ որոշումը՝ Ba1, վերջինս ցածր է ներդրումային մակարդակից: Հիշեցնենք, որ ավելի վաղ մեկ այլ գործակալություն՝ S&P –ը ևս նվազեցրել էր ՌԴ արտաքին արժույթով պարտատոմսերի ռեյտինգը ներդրումայինից ավելի ցածր մակարդակի: Այս վարկանիշները կարևոր են, քանի որ դրանց իջեցումը բարի համբավ ունեցող ներդրումային ֆոնդերին և կազմակերպություններին ստիպում է խուսափել սովյալ երկրի պարտատոմսերը գնելուց: Այսպիսով, ՌԴ արտարժույթով պարտատոմսերի շուկային ևս մեկ հարված է հասցվում, առաջանում են իրացվելիության խնդիրներ: Այս առումով ռուսական արժույթի համար ծանր շարք է սպասվում կապված քաղաքական միջավայրի հետ:

Ըստ S&P վարկանիշային գործակալության փետրվարի 26-ին հրապարակած դիտարկման՝ Ռուսաստանյան բանկերը 2015թ. կանգնելու են լուրջ հիմնախնդիրների առաջ և առանց պետական օժանդակության չեն կարողանա դիմակայել ճգնաժամի հարուցած մարտահրավերներին: Ռուսաստանյան բանկերի առջև ծառայած են միանգամից մի քանի խնդիրներ՝ ակտիվների վատթարացում, անբավարար իրացվելիություն, արտաքին ֆինանսավորման դեֆիցիտ, ավանդների արտահոսքի ռիսկի բարձր մակարդակ: Ըստ գործակալության՝ 2015թ. ընթացքում ռուսական բանկերի վարկային պորտֆելում վատորակ և վերակազմակերպված վարկերի տեսակարար կշիռը կհասնի 17-23%-ի: Հիշեցնենք, որ 2015թ. տարվա սկզբի համար կանխատեսված ցուցանիշը կազմում էր 8%: Ակտիվների որակի անկումը կստիպի բանկերին ավելացնել պահուստները, ինչը կհանգեցնի ռուսական բանկերի շահութաբերության և կապիտալիզացիայի նվազմանը:

Ռուսաստանի համար մեծ հարված կարող է լինել ռուսական բանկերի հնարավոր անջատումը SWIFT միջբանկային փոխանցումների համակարգից: Հիշեցնենք, որ դեռևս նախորդ տարվանից սպառնալիքներ են հնչում SWIFT միջբանկային փոխանցումների համակարգից ռուսական բանկերի անջատման մասին: Այդ համակարգով են անցնում ավելի քան 6 տրիլիոն դոլարի վճարային հանձնարարագրերը, և դրան մասնակցում են ավելի քան 10 հազար ֆինանսական կազմակերպություններ 210 երկրներում: Ինքը համակարգը հոկտեմբերին հայտարարել է, որ ճնշում է զգում պատժամիջոցներին միանալու մասին պնդող մի շարք պետություններից:

## Ռիսկերի մասին նախազգուշացում

Սույն վերլուծական հաշվետվությունը պատրաստված է ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ կողմից և կարող է օգտագործվել միայն որպես ընդհանուր բնույթի տեղեկատվություն: Վերլուծական հաշվետվությունը հիմնված է ներկայումս հասանելի հանրային տեղեկատվության վրա, որը ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ-ն համարում է վստահելի: Սակայն ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ-ն ոչ մի երաշխիք չի կարող տալ, որ այդ տեղեկատվությունը հանդիսանում է լիարժեք և արժանահավատ և հետևաբար այն չպետք է դիտարկվի որպես լիարժեք և արժանահավատ: ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ-ն համապատասխան դեպքերում ձգտում է ժամանակին թարմացնել ներկայացված վերլուծական տեղեկատվությունը: Սույն հաշվետվության մեջ պարունակվող տեղեկատվությունը և հետևությունները չպետք է ընկալվեն որպես խորհուրդ կամ առաջարկ՝ որևէ արժեթուղթ, օպցիոն, ֆյուչերս կամ ցանկացած այլ ֆինանսական գործիք գնելու կամ վաճառելու վերաբերյալ: ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ-ն ոչ մի պատասխանատվություն չի կրում այն բոլոր ուղղակի, անուղղակի հնարավոր վնասների համար, որոնք առաջացել են սույն հաշվետվության մեջ առկա տեղեկատվության և հետևությունների մասնակի կամ ամբողջական օգտագործման հետևանքով:

Կոնտակտ

ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ, Դիլինգային Կենտրոն, ՀՀ, Քաղաք Երևան, Պուշկինի 19

Ֆինանսական շուկաների վերլուծաբան՝ Դ. Պետրոսյան